

Der fluktuierende Wechselkurs des Schweizerfrankens von 1914—1924

INAUGURAL-DISSERTATION

zur Erlangung der Würde eines Doktors der Staatswissenschaften
der Philosophisch-Historischen Fakultät
der Universität Basel

vorgelegt von
EDWIN REINGER
von Basel

VERLAG P. G. KELLER - WINTERTHUR 1957

Der fluktuierende Wechselkurs des Schweizerfrankens von 1914—1924

INAUGURAL-DISSERTATION

zur Erlangung der Würde eines Doktors der Staatswissenschaften
der Philosophisch-Historischen Fakultät
der Universität Basel

vorgelegt von
EDWIN REINGER
von Basel



VERLAG P. G. KELLER - WINTERTHUR 1957

Genehmigt von der Philosophisch-Historischen Fakultät auf
Antrag der Herren Prof. Dr. V. F. Wagner und Prof. Dr. E. Salin.

Basel, den 5. Mai 1955.

Prof. Dr. H. Fuchs
Dekan

Erscheint gleichzeitig im selben Verlag im Buchhandel

MEINEN LIEBEN ELTERN
IN DANKBARKEIT GEWIDMET

Vorwort

Für die klassische Goldwährung galt es als selbstverständlich, dass die Wechselkurse fix waren. Nur in Ausnahmefällen, wie in Kriegszeiten, wenn die Goldwährung durch eine temporäre Papierwährung abgelöst wurde und die Wechselkurse sich gegenüber der alten Parität stark verändert hatten, schien eine Änderung der Parität erlaubt. Fluktuierende Wechselkurse verband man mit der Vorstellung einer Papierwährung, erinnerte sich an die französische Assignaten-Wirtschaft von 1790, und deshalb erschienen die fluktuierenden Wechselkurse wie diese als Ausdruck eines schlechten Währungssystems. In der klassischen Theorie war allein der Gedanke schon unmöglich, Goldausfuhrverbote, quantitative und qualitative Restriktionen und ähnliche Massnahmen einführen zu wollen.

Diese Vorstellungen konnten sich lange über den ersten Weltkrieg hinaus erhalten, was daraus ersichtlich wird, dass das englische Pfund, das während und unmittelbar nach dem ersten Weltkrieg stark entwertet worden war, im Jahre 1925 wieder auf die alte Parität gehoben wurde. Die Wiederherstellung der Goldwährung konnte man sich offensichtlich nur in Verbindung mit der Rückkehr zur alten Parität denken. Unter diesen Gesichtspunkten sind aber auch die Widerstände zu verstehen, die der Abwertung des Schweizerfrankens im Jahre 1936 entgegengebracht wurden.

Die Währungswirren nach dem ersten Weltkrieg und in der grossen Depression gaben aber Anlass, das Problem veränderlicher Wechselkurse aufzuwerfen, das übrigens auch schon im 19. Jahrhundert gelegentlich, so durch Ricardo und Chevalier, vorgebracht wurde. Es war zunächst J. M. Keynes, der in der ersten Nachkriegszeit die fluktuierenden Wechselkurse aus konjunkturpolitischen Gründen empfahl (während Irving Fisher in der Vorkriegszeit aus Gerechtigkeitsgründen den „compensated Dollar“ vorgeschlagen hatte). Die Kontroverse, fixe Wechselkurspolitik versus fixe Preispolitik, die damit ihren Anfang genommen hatte, setzte sich bis in die heutige Zeit fort und ist immer noch im Gang,

erneut angeregt durch die Diskussion über die Rückkehr zur Konvertibilität der Währungen.

Keynes und seine Anhänger kamen aber in der Folge wieder von der Forderung nach fluktuierenden Wechselkursen ab und traten statt dessen für variable Kurse ein, wie sie beim Dreimächteabkommen von 1936 und nach dem zweiten Weltkrieg mit dem System von Bretton Woods verwirklicht wurden. Die Keynesianer befürworteten heute nun wieder fixe Wechselkurse, wobei das äussere Gleichgewicht durch direkte quantitative Kontrollen gesichert werden soll. Die Anhänger der liberalen Richtung vertraten in der Kontroverse zunächst eine Politik bei fixen Wechselkursen, während sie heute fluktuierende Wechselkurse verfechten und die Befreiung der Wirtschaft von jeglichen Restriktionen fordern.

Unter diesen Umständen stellt sich die Frage, ob man nicht eine Periode fluktuierender Wechselkurse, die wir in der Schweiz hatten und die etwa zehn Jahre dauerte, untersuchen soll, um zu sehen, wie sie sich bewährt hat und welche Stellung die offiziellen Kreise, dann die Wirtschaft und schliesslich die weitere Öffentlichkeit eingenommen haben. Dies ist der eigentliche Zweck der vorliegenden Arbeit.

Es ist mir eine angenehme Pflicht, an dieser Stelle meinem verehrten Lehrer, Herrn Professor Dr. V. F. Wagner, für die Anregungen und Ratschläge, wie auch für die grosse Unterstützung, die er mir zuteil werden liess, meinen aufrichtigen Dank auszusprechen. Mein Dank gilt aber auch allen jenen Personen, Verbänden und Amtsstellen, deren bereitwillig erteilte Auskünfte und deren wertvolle Hinweise eine grosse Förderung meiner Arbeit bedeuteten.

Der Verfasser

Inhaltsverzeichnis

Quellenverzeichnis	IX
I. Teil: Die Periode fluktuierender Wechselkurse von 1914 bis 1924	1
1. Der Übergang zur Papierwährung	1
2. Der Wechselkurs des Schweizerfrankens.....	4
3. Die Ursachen der Wechselkursfluktuationen.....	8
4. Die Politik fluktuierender Wechselkurse in der Schweiz..	17
A. Das System fluktuierender Wechselkurse	17
B. Die Währungspolitik von 1914 bis 1924.....	22
a) Geldumlauf, Zahlungsverkehr und Kreditbeschaffung	26
b) Devisen- und Währungspolitik.....	29
5. Die Goldpolitik in der Kriegs- und Nachkriegszeit.....	35
II. Teil: Die zeitgenössische Stellungnahme zu den fluktuierenden Wechselkursen von 1914 bis 1924.....	44
1. Die Behörden	46
A. Die Stellungnahme der Behörden in der Kriegszeit von 1914 bis 1918	46
B. Die Stellungnahme der Behörden in der Nachkriegszeit von 1919 bis 1924	51
2. Die Schweizerische Nationalbank.....	57
A. Die Nationalbank und ihre Stellungnahme zur Papierwährung und zu den fluktuierenden Wechselkursen...	58
a) Die Geldschöpfung der Nationalbank während der Periode fluktuierender Wechselkurse.....	69
b) Nationalbank und Teuerung.....	72
B. Die Ansicht der Nationalbank über weitere Massnahmen der Währungspolitik.....	75
3. Die schweizerischen Banken	77
A. Die Stellungnahme der schweizerischen Banken zum System fluktuierender Wechselkurse	77
B. Die Stellungnahme der Banken zur Politik der Nationalbank	80
a) Stellungnahme zur Geld- und Kreditpolitik.....	80
b) Stellungnahme zur Währungspolitik.....	85
4. Handel und Industrie	90
A. Handel und Industrie bei einem System fluktuierender Wechselkurse	91

B. Die Stellungnahme von Handel und Industrie zur Währungspolitik und zu den währungspolitischen Massnahmen von 1914 bis 1924.....	94
5. Die Landwirtschaft	102
A. Die Stellungnahme der Landwirtschaft zu den fluktuierenden Wechselkursen	102
B. Die Auswirkungen der Politik bei fluktuierenden Wechselkursen auf die Landwirtschaft.....	105
6. Der Freiland-Freigeld-Bund	108
A. Die „absolute“ Währung.....	109
B. Der Feldzug gegen die Nationalbank	111
III. Teil: Schlussbetrachtungen	115

Graphische Darstellungen:

Figur 1	Der Wechselkurs des Schweizerfrankens in Prozenten des Dollars	5
Figur 2	Der Wechselkurs des Schweizerfrankens in Prozenten des Pfund Sterling	7
Figur 3	Der Wechselkurs des Schweizerfrankens in Prozenten des französischen Frankens	7
Figur 4	Der Notenumlauf der Schweizerischen Nationalbank von 1914 bis 1924.....	27

Quellenverzeichnis

- Ackermann, E.: Freigeld und Wirklichkeit, Basel 1933.
- Amonn, A.: Starre oder flexible Wechselkurse, Studiengruppe für theoretische Nationalökonomie, Tagung vom 4. März 1950.
- Bachmann, G.: Währung und Notenbank, Zürich 1927.
- Blankart, C.: La politique régulatrice des changes au cours de la guerre mondiale, Zürich 1919.
- Bosshardt, A.: Von der Stabilität zur Flexibilität der Wechselkurse. Eine dogmengeschichtliche Studie, in: Wirtschaftstheorie und Wirtschaftspolitik, Bern 1953.
- Boulding, K. E.: Economic Analysis, 2nd. Ed. London 1948.
- Christen, Th.: Ordnung und Gesundung des Schweizer Geldwesens. Drei Denkschriften an das eidgenössische Finanzdepartement, Bern 1919.
- Die Quantitätstheorie des Geldes. Sonderabdruck aus den „Annalen des Deutschen Reichs“, Heft 1/2 1916.
- Cruchon, A.: Le franc suisse pendant et après la guerre 1914-1930, Diss. Lausanne 1932.
- Erb, R.: Die Stellungnahme der schweizerischen Grossbanken zu den bank- und währungspolitischen Problemen der Kriegs- und Nachkriegszeit, Diss. Zürich 1931.
- Gesundheit, L.: Kritische Betrachtungen über die in der schweizerischen nationalökonomischen Literatur vertretenen Theorien über die Zahlungsbilanz und die Wechselkurse, Diss. Bern 1929.
- Haberler, G.: Prosperität und Depression, Bern 1948.
- Konvertibilität der Währungen, in: Die Konvertibilität der europäischen Währungen, Erlenbach/Zürich 1954.
- Hawtrey, R. G.: Währung und Kredit, Jena 1926.
- Herzfelder, E.: Kreditkontrolle; Die Methoden der regulierten Währung und manipulierten Währung, Berlin 1930.
- Hirst, F. W.: The Paper Moneys of Europe, New York 1922.
- Howald, O.: Die Bedeutung der Währungsfrage für die schweizerische Landwirtschaft, Brugg 1933.
- Jacobsson, P.: Die Konvertibilität der Währungen als realisierbares Ziel, in: Die Konvertibilität der europäischen Währungen, Erlenbach/Zürich 1954.
- Stabile oder bewegliche Wechselkurse?, aus: Skandinaviska Banken, Kvartalsskrift, Oktober 1954, in: Nationalzeitung Nr. 481, 483 und 485 vom 18., 19. und 20. Oktober 1954.
- Jentgen, J.: Fixe, fluktuierende oder variable Wechselkurse, Solothurn 1954.
- Jöhr, W. A.: Die Konjunkturschwankungen, Zürich 1952.
- Die Valutaentwertung und die Schweiz, Referat gehalten am II. schweizerischen Kongress für Industrie und Handel in Bern am 30. Jan. 1920.
- Just, R.: Die Geldinflation mit besonderer Berücksichtigung der Geldpolitik der Schweiz während des Weltkrieges, Jena 1921.
- Kellenberger, E.: Wechselkurs und Zahlungsbilanz in Krieg und Frieden, Zürich 1919.

- Kellenberger, E.: Das Münzwesen und seine Reform, Bern 1930.
- Kapitalexport und Zahlungsbilanz, Bern 1939.
- Die offizielle Währungspolitik der Schweiz, in: Zeitschrift für schweizerische Statistik und Volkswirtschaft 1937.
- Richtlinien für eine schweizerische Währungsreform, in: Zeitschrift für schweizerische Statistik und Volkswirtschaft 1917.
- Geldumlauf und Thesaurierung, Zürich 1920.
- Der Freigeld-Wahn. Sonderabdruck aus der Politischen Rundschau.
- Keynes, J. M.: A Tract on Monetary Reform, London 1923.
- Küng, E.: Die Selbstregulierung der Zahlungsbilanz, St. Gallen 1948.
- Landmann, J.: Geldmarkt und Bankpolitik in der Schweiz im III. Quartal 1914, in: Zeitschrift für schweizerische Statistik u. Volkswirtschaft 1914.
- Lange, O.: Price Flexibility and Employment, Bloomington 1945.
- Laur, E.: Die Landwirtschaft und der Schweizerfranken. Votum von Prof. Dr. Laur an der Konferenz der Vereinigung für gesunde Währung am 11. Oktober 1935 in Zürich; Separatabdruck aus dem „Schweizer Bauer“, Bern 1936.
- Lutz, F. A.: Die Konvertibilitätsdiskussion, in: Die Konvertibilität der europäischen Währungen, Erlenbach/Zürich 1954.
- Meade, J. E.: The Balance of Payments, London 1951.
- Nurkse, R.: L'expérience monétaire internationale. Société des Nations, Genève 1944.
- Pedersen, J.: Das Gleichgewicht der Wechselkurse und seine Bestimmungsgründe, Kieler Vorträge Nr. 58, Jena 1939.
- Ramstein, A.: Verhältnis der Notenbanken zur Kriegsfinanzierung in England, Frankreich, Deutschland und der Schweiz, Diss. Bern 1923.
- Reitler, A.: Devisenverkehr und Devisenpolitik unter besonderer Berücksichtigung der Kriegereignisse bis 31. Dezember 1916. Diss. Zürich 1917.
- Riggenbach, A.: Währungs- und Valutaprobleme; die internationale Anleihe. Hamburg 1922.
- Röpke, W.: Wege zur Konvertibilität, in: Die Konvertibilität der europäischen Währungen, Erlenbach/Zürich 1954.
- Devisenzwangswirtschaft: das Kardinalproblem der internationalen Wirtschaft, in: Aussenwirtschaft, Zeitschrift für internationale Wirtschaftsbeziehungen, 1950.
- Schmidt, F.: Die Beherrschung der Wechselkurse. Weltwirtschaftliches Archiv, 13. Bd. 4. Heft 1918.
- Schneider, E.: Einführung in die Wirtschaftstheorie, Bd. III, Tübingen 1952.
- Schwegler, W.: Die Bilanz der Schweizerischen Nationalbank 1907-1925, Diss. Lausanne 1927.
- Sieber, H.: Eine kritische Würdigung der Freigeldlehre, Diss. Bern 1940.
- Wagner, V. F.: Quantitätstheorie und Geldpolitik, in: Wirtschaftstheorie und Wirtschaftspolitik, Bern 1953.
- Die Interpretation der Verkehrsgleichung und ihre Bedeutung für die ökonomische Theorie, in: Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik, 1953.
- Wegelin, W.: Die schweizerische Valuta während des Krieges, in: Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik, 1923.

- Weisskopf, E.: Das schweizerische Münzwesen von seinen Anfängen bis zur Gegenwart, Diss. Bern 1948.
- Welti, R.: Die kurzfristigen Vorschüsse der Nationalbank an den Bund während des Weltkrieges und in der Nachkriegszeit, Diss. Zürich 1932.
- Whittlesey, Ch. R.: Gebundene und ungebundene Wechselkurse. Kieler Vorträge Nr. 46, Jena 1936.
- Zollinger, W.: Die Bilanz der internationalen Wertübertragungen, in: Probleme der Weltwirtschaft, Jena 1914.
- Zürcher Handelskammer: Freigeld-Freiland? Zeitgemässe Ablehnung von Lehre und Agitation. Wirtschaftliche Publikationen der Zürcher Handelskammer, Heft 19 1934.
- Die Freigeldlehre eine Irrlehre?! Stenographisches Protokoll einer Diskussion über die Freigeldtheorie zwischen Dr. W. Egger, Redaktor am „Bund“ und Fritz Schwarz, Redaktor der „Freiwirtschaftlichen Zeitung“, Bern 1932.
- Statistisches Bureau der Schweizerischen Nationalbank: Le système monétaire de la Suisse. 4. Heft der Mitteilungen des statistischen Bureau der Schweizerischen Nationalbank, Lausanne 1925.
- Die Schweizerische Nationalbank 1907-1932, Zürich 1932.
- Freigeld-Fibel: Erschienen im Selbstverlag des Schweizer Freiland-Freigeld-Bundes.
- Warum lehnen die Bauern die Entwertung des Schweizerfranken und das Freigeld ab? — Gemeinverständliche Betrachtungen, herausgegeben vom Schweizerischen Bauernverband, Brugg 1933.

Zeitungen, Zeitschriften und Berichte:

- Amtliche Sammlung der Bundesgesetze und Verordnungen (AS).
- Amtliches stenographisches Bulletin der Bundesversammlung.
- Geschäftsberichte des Bundesrates.
- Neutralitätsberichte des Bundesrates.
- Schweizerisches Bundesblatt (BBl.).
- Aussenwirtschaft, Zeitschrift für internationale Wirtschaftsbeziehungen.
- Berichte des Kaufmännischen Direktoriums über Handel und Industrie und Geldverhältnisse.
- Berichte des schweizerischen Bankvereins.
- Berichte der schweizerischen Bankgesellschaft.
- Finanzarchiv.
- Geschäftsbericht der Eidgenössischen Darlehenskasse.
- Jahresberichte des Vorortes des schweizerischen Handels- und Industrievereins.
- Jahresberichte der Basler Handelskammer.
- Jahresberichte der Zürcher Handelskammer.
- Jahresberichte der schweizerischen Bankiervereinigung.
- Mitteilungen des statistischen Bureau der Schweizerischen Nationalbank.
- Monatsberichte und Effektenkursblätter der schweizerischen Kreditanstalt.
- Quartalsberichte der A. G. Leu & Co.

Revue financière et économique des schweizerischen Bankvereins London.
Schweizerische Blätter für Handel und Industrie.
Schweizerische Blätter für Wirtschafts- und Sozialpolitik.
Schweizerisches Finanzjahrbuch.
Schweizerische Finanzrevue.
Statistisches Jahrbuch der Schweiz.
Statistisches Handbuch des schweizerischen Geld- und Kapitalmarktes,
Zürich 1944.
Zeitschrift für schweizerische Statistik und Volkswirtschaft.
Basler Nachrichten.
Nationalzeitung Basel.
Neue Zürcher Zeitung (NZZ).

DIE PERIODE FLUKTUIERENDER WECHSELKURSE VON 1914-1924

1. Der Übergang zur Papierwährung

Die Mitte des Jahres 1914 bedeutet nicht nur in der Geschichte der Weltpolitik, sondern auch in der Entwicklung des Wirtschaftslebens einen markanten Wendepunkt. Auf der einen Seite steht eine fortwährende, durch Jahrzehnte andauernde Prosperität, die einen ungeheuern und unbekannten wirtschaftlichen Aufstieg im Gefolge hatte, der alle Völker auf dem Weltmarkt durch internationale Beziehungen zu verbinden und allen Beteiligten als Resultat friedlicher Arbeit Wohlstand zu verschaffen wusste. Auf der andern Seite steht die Feindschaft, die Zerrissenheit, der Nationalismus, die dem Krieg auf dem Fusse folgten, steht eine Reihe einzelner und isolierter Geld- und Warenmärkte, steht die Depression.

Die politischen Spannungen, die das Jahr 1914 kennzeichnen, fanden ihren Höhepunkt in der ablehnenden Antwort der serbischen Regierung auf das österreichisch-ungarische Ultimatum. Dieser Funke genügte, um ein Feuer zu entfachen, dem beinahe alles zum Opfer fallen sollte, was mühevoll während Jahrzehnten aufgebaut worden war. Das politische Zerwürfnis und der Zerfall des internationalen Wirtschaftslebens verunmöglichten eine weitere Existenz des Goldstandards; während überall die Geld- und Warenmärkte nationalisiert wurden, konnte das internationale Währungssystem, das in steter Entwicklung auf dem Gold aufgebaut worden war und das letzten Endes den ökonomischen Aufstieg ermöglicht hatte, nicht mehr aufrecht erhalten werden, weil jedes Land bestrebt war, die Kontrolle über seine Goldvorräte zu besitzen.

Die Vorgänge ausserhalb unserer Grenzen blieben nicht ohne Einfluss auf die Schweiz, die wegen ihrer geographischen Lage und der wirtschaftlichen Struktur eng mit dem Weltmarkt verknüpft

war. Die Spannungen im Ausland übertrugen sich auch auf unser Land und äusserten sich in einer gesteigerten Kauflust und im Bestreben, Bargeld zu besitzen. Diese Tendenz verstärkte sich bis zum Ausbruch der Feindseligkeiten und fand ihren Höhepunkt in einem Sturm auf die Lebensmittelgeschäfte und in einem Run auf die Banken ¹.

Dem Gesuch unseres Noteninstitutes entsprechend, ermächtigte der Bundesrat am 30. Juli 1914 die Schweizerische Nationalbank, gestützt auf Artikel 19,2 des Bundesgesetzes über die Schweizerische Nationalbank vom 6. Oktober 1905, Noten in Abschnitten von 20 Franken emittieren zu dürfen. Gleichzeitig verlieh der Bundesrat allen Banknoten der Nationalbank den gesetzlichen Kurs, indem er sich auf Artikel 39,6 der Bundesverfassung und auf die Artikel 19 und 23 des Bankgesetzes berief ².

Während die Schweiz als Mitglied der Lateinischen Münzunion bis zu diesem Zeitpunkt die hinkende Goldwährung besessen hatte, bei der das Gold die Stellung des valutarischen Geldes eingenommen hatte, der Banknote aber lediglich fakultative Zahlkraft zugekommen war, trat mit dem BRB vom 30. Juli 1914 eine grundlegende Änderung ein: Indem die Nationalbank von der Einlöschungspflicht befreit wurde, wurden ihre Banknoten zum definitiven und valutarischen Geld erhoben. Mit der Dekreditierung des gesetzlichen Kurses erfuhr demnach das Geld eine Umwandlung, als es von einem Zustand (fakultatives Zahlungsmittel mit Einlösbarkeit in valutarisches Metallgeld) in einen andern Zustand (definitives und valutarisches Zahlungsmittel ohne Einlösbarkeit) überging. Damit erfuhr das Wesen des Geldes eine Veränderung, weil dessen primäre Bestimmung als vollwertiges Tauschmittel zu einer rein funktionellen Bestimmung als Werteinheit umgestaltet wurde. Diese Umwandlung aber induzierte eine Wertverschiebung zwischen dem effektiven Wertmesser, dem Gold, und der funktionellen Werteinheit, der Banknoten, weil ihr selbst keine Wertbeständigkeit immanent ist ³. Diese Wertverschiebung kommt am deutlichsten in der internationalen Sphäre zum Ausdruck; denn das funktionelle Zahlungsmittel kann seiner Uneinlösbarkeit wegen

1) Kellenberger, E.: Das Münzwesen und seine Reform, S. 1 ff.

2) AS Nr. 21 vom 30. Juli 1914.

3) Riggensbach, A.: Währungs- und Valutaprobleme.
Die internationale Anleihe, S. 20 ff.

nur eine begrenzte Gültigkeit aufweisen. Die Fungibilität der funktionellen Werteinheit ist demnach wesentlich kleiner als die der Goldwährungseinheit ⁴.

Für die klassische Goldwährung galten fixe Wechselkurse als Selbstverständlichkeit. Mit dem Zusammenbruch der Goldwährung hingegen konnten die fixen Wechselkurse nicht mehr beibehalten werden, da der automatische Ausgleichsmechanismus, der dem System inhärent ist und der auf den freien und uneingeschränkten Goldbewegungen zwischen den einzelnen Ländern beruht, nicht mehr funktionieren konnte. Der Übergang zur Papierwährung, der in der Schweiz durch den Bundesratsbeschluss vom 30. Juli 1914 vollzogen wurde, brachte die fluktuierenden Wechselkurse mit sich. Fluktuierend deshalb, weil die Bestimmung der Höhe des Wechselkurses Angebot und Nachfrage auf dem Devisenmarkt überlassen wurde, ohne dass von seiten der Behörde oder von der Nationalbank Richtlinien über das Verhältnis des Schweizerfrankens zu ausländischen Währungen erlassen wurden. Das bedeutet, dass die Wechselkurse laufenden Schwankungen unterworfen waren, so dass die Stabilität der Wechselkurse nicht mehr wie beim Goldstandard als Ziel an sich gelten konnte. Die Wechselkurse wurden vielmehr ein Mittel zur Erreichung einer vermehrten Anpassungsfähigkeit an die Veränderungen ökonomischer Faktoren, wie Produktion, Handel, Konsumtion usw. ⁵.

Die Erhaltung des äussern Gleichgewichtes konnte nun nicht mehr, wie bis anhin, durch den Automatismus des Ausgleichsmechanismus gewährleistet werden, sondern war von der Erhaltung des innern Gleichgewichtes abhängig. Durch diese grundlegende Veränderung sah sich die schweizerische Währungspolitik vor eine neue Ausgangslage gestellt. Ihr Ziel blieb sich wohl gleich, den Mitteln aber, mit denen die Nationalbank dieses Ziel erreichen musste, kam nicht mehr die gleiche Bedeutung zu.

4) Küng, E.: Die Selbstregulierung der Zahlungsbilanz, S. 118 ff.

5) Whittlesey, Ch. R.: Gebundene und ungebundene Wechselkurse, Kieler Vorträge, 1936, Nr. 46, S. 4 ff.

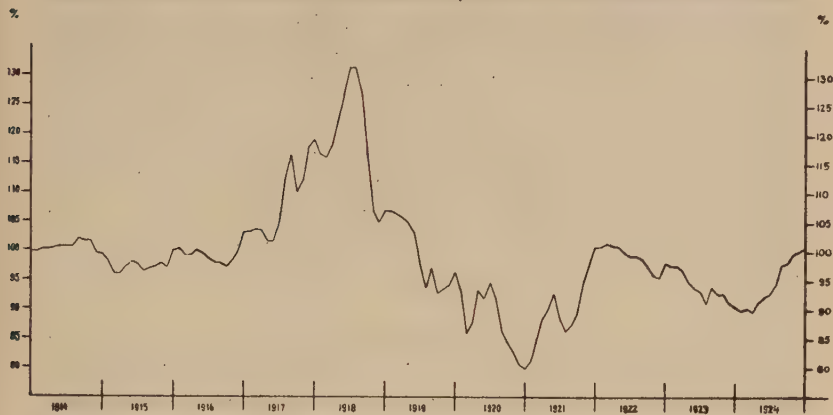
2. Der Wechselkurs des Schweizerfrankens

Da mit dem Beschluss des Bundesrates vom 30. Juli 1914 der Übergang zur Papierwährung und damit zu fluktuierenden Wechselkursen vollzogen war, dürfte es zunächst von Interesse sein, den Verlauf des Wechselkurses während der Dauer dieser Periode, also bis zur Rückkehr zur hinkenden Goldwährung darzustellen. An dieser Stelle werden wir uns lediglich mit der chronologischen Entwicklung des Wechselkurses befassen, ohne auf die für die Gestaltung verantwortlichen Gründe einzutreten, welche Gegenstand des nächsten Kapitels sein werden.

Stellen wir uns aber die Aufgabe, die Entwicklung des schweizerischen Wechselkurses aufzuzeigen, müssen wir eine Vergleichsmöglichkeit finden, die uns erlaubt, den Kursverlauf feststellen zu können. Der Goldpreis, der bis anhin als Massstab Geltung besass, kann nicht berücksichtigt werden, weil bis Ende 1919 keine Notierungen mehr bestanden. Aber vom Fehlen eines Goldpreises abgesehen, können die Schwankungen des Schweizerfrankens auch deshalb nicht an ihm gemessen werden, weil bei Kriegsausbruch nicht nur die Schweiz, sondern beinahe alle Länder ihre Währungen vom Golde losgelöst hatten. Weil nun der fluktuierende Wechselkurs ein Verhältnis zwischen der inländischen und einer bestimmten ausländischen Währungseinheit zum Ausdruck bringt, können die Schwankungen der inländischen Währungseinheit an den Veränderungen gegenüber der ausländischen sichtbar werden. Für unseren Zweck kann das englische Pfund nicht zum Vergleich herangezogen werden, obwohl in England die Noteneinlösung *de iure* nicht aufgehoben, sondern *de facto* aber die Goldausfuhr unterbunden war. Die beste Vergleichsmöglichkeit bietet die Währung der Vereinigten Staaten von Amerika, die zwar auch vom August bis November 1914 wegen erschwelter Goldausfuhr gehemmt war. Ausserdem erfuhr der Dollar nach Eintritt Amerikas in den Krieg und als Folge des damit verbundenen Finanzabkommens mit den Ententemächten eine gewaltige Einbusse. Die Wahl des amerikanischen Dollars als Vergleichsmassstab lässt sich aber vor allem deswegen befürworten, weil sich während des Krieges das wirtschaftliche und finanzielle Schwergewicht von Europa nach den USA verschoben hatte, indem Europa seine Gläubigerposition gegen eine Schuldnerstellung tauschen musste, während die USA

umgekehrt ihre Schuldnerstellung zugunsten einer Gläubigerposition verlassen konnten.

Figur 1: Der Wechselkurs des Schweizerfrankens in Prozenten des Dollars



(Statistisches Handbuch des schweizerischen Geld- und Kapitalmarktes, Zürich 1944)

Halten wir uns den in Figur 1 graphisch dargestellten Verlauf des schweizerischen Wechselkurses, ausgedrückt in Prozenten des Dollars, vor Augen, so können wir leicht erkennen, dass die Entwicklung des Wechselkurses in drei Phasen gegliedert ist: Die erste dauert bis Ende des Jahres 1916 und zeichnet sich durch einen ruhigen Verlauf aus. Die zweite zeigt einen vehementen Aufstieg des Schweizerfrankens, dem ein ebenso stürmischer Fall auf dem Fusse folgt. Diese mittlere Spanne umfasst die Zeit von Ende 1916 bis Ende des Jahres 1920. Die dritte Phase endlich beschliesst die Periode fluktuierender Wechselkurse und hat wiederum einen ruhigeren Verlauf der Kurse zum Inhalt.

In der Zeit vom Kriegsausbruch bis zum Eintritt Amerikas in den Krieg verhält sich der Wechselkurs des Schweizerfrankens nicht wesentlich anders als in der Vorkriegszeit. Die Fluktuationen, die sich in der Vorkriegszeit allerdings innerhalb der Goldpunkte hielten, verstärkten sich etwas und zeigten die Tendenz einer leichten Werteinbusse gegenüber dem amerikanischen Dollar. Entgegen aller Erwartungen überstiegen die Schwankungen die bis anhin üblichen Saisonschwankungen nur um ein geringes, kehrten aber immer wieder zur Parität zurück¹.

Im Jahre 1917 begann jene zweite Phase der Entwicklung des schweizerischen Wechselkurses, während der die ruhigen Bahnen verlassen wurden und bisher nie erlebten Schwankungen weichen mussten. Im Sommer des gleichen Jahres setzte ein rascher Anstieg des Frankens ein, der bei Jahresende nach der üblichen rückläufigen Bewegung im Herbst bereits 19 % betrug und Mitte des folgenden Jahres seinen Höhepunkt bei einem Stand von 32,5 % über der Parität des Dollars erreichte. Im Spätsommer setzte plötzlich ein Umschwung ein und ungefähr ein Jahr später hatte der Franken sein ganzes Agio eingebüsst. Damit fand aber die sinkende Tendenz keineswegs ihren Abschluss. Die Bewegung nahm vielmehr ihren Fortgang und erreichte unter häufigen Schwankungen Ende 1920 bei einem Disagio von 21 % gegenüber dem Dollar ihren tiefsten Punkt.

Der erste Unterbruch des Abstieges im November 1918 fiel in die Zeit des Waffenstillstandes. Die Aufhebung der Wirtschaftsblockade gegen die Zentralmächte, die sich auch in einer vermehrten schweizerischen Ausfuhr nach Deutschland und Österreich äusserte, vermochte in der zweiten Hälfte des Jahres 1919 wiederholt das Disagio zu verkleinern, konnte aber trotzdem einen weiteren Fall des Kurses im Frühjahr 1920 nicht verhindern². Die letzte Zäsur vor Erreichen des grössten Disagios erfuhr der Kursverlauf in der Zeit der Dollaranleihen des Bundes und der Städte Zürich und Bern³.

Von Anfang des Jahres 1921 folgte eine längere Periode, in der sich der Franken zu erholen und bei Jahresende die Parität mit dem Dollar wieder zu erreichen wusste, obwohl der Höhepunkt der Wirtschaftskrise zeitlich mit der Verbesserung des Kurswertes des Frankens zusammenfiel. Es war dem Franken aber nicht vergönnt, während längerer Zeit in Paritätsnähe zu bleiben. Im Sommer 1922 wies er bereits wieder ein Disagio auf, das sich fortwährend vergrösserte und im Frühjahr 1924 bei einem Wert von 89,7 % gegenüber dem Dollar seinen tiefsten Stand seit 1921 aufwies. Bis Ende 1924 konnte sich der Franken aber erholen und es gelang ihm, die Parität zu erreichen und zu überschreiten.

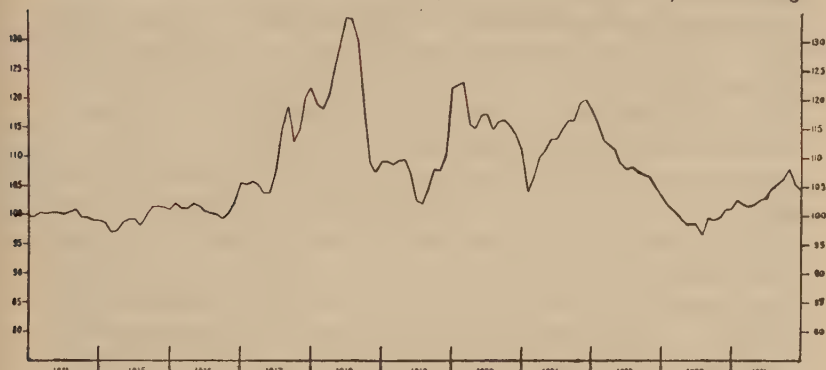
1) Schweizerische Kreditanstalt, Effektenkursblatt Nr. 237, Febr. 1915.

2) A. G. Leu & Co. Quartalbericht Oktober 1924.

3) Kellenberger, E.: Kapitalexport und Zahlungsbilanz, S. 101 ff.

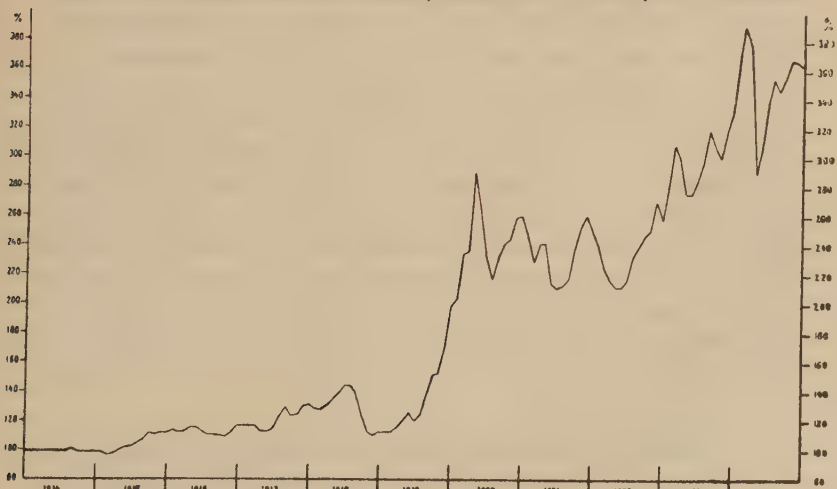
Zur weiteren Veranschaulichung seien an dieser Stelle die Figuren 2 und 3 wiedergegeben, die den Verlauf des schweizerischen Wechselkurses in Prozenten des Pfund Sterling, bzw. des französischen Frankens zum Ausdruck bringen. Sie zeigen gleichzeitig, wie diese beiden Währungen während des Krieges eng mit dem amerikanischen Dollar verbunden waren, nachher aber ihren eigenen Verlauf nahmen.

Figur 2: Der Wechselkurs des Schweizerfrankens in Proz. des Pfund Sterling



(Statistisches Handbuch des schweizerischen Geld- und Kapitalmarktes, Zürich 1944)

Figur 3: Der Wechselkurs des Schweizerfrankens in Proz. des franz. Frankens



(Statistisches Handbuch des schweizerischen Geld- und Kapitalmarktes, Zürich 1944)

3. Die Ursachen der Wechselkursfluktuationen

Nachdem wir uns mit dem chronologischen Kursverlauf des Schweizerfrankens während der Periode fluktuierender Wechselkurse vertraut machen konnten, stellt sich nun die Frage nach den Ursachen dieser Fluktuationen.

Wie bereits bekannt, ist bei fluktuierenden Wechselkursen Angebot und Nachfrage auf dem Devisenmarkt für die Höhe des Wechselkurses bestimmend; Angebot und Nachfrage wiederum richten sich nach dem Stand der Zahlungsbilanz, so dass letzten Endes in den Veränderungen der Zahlungsbilanz die Ursachen der Wechselkursschwankungen zu suchen sind. Wenn demnach die unmittelbare Veranlassung zu Wechselkursfluktuationen direkt in der Zahlungsbilanz liegt, also in dem augenblicklichen Überwiegen des Angebotes oder der Nachfrage auf dem Devisenmarkt, so kann gesagt werden, dass bei stabilen Geldverhältnissen, bei denen weder eine inflationäre noch eine deflationäre Tendenz besteht, die äussere Bewertung einer Valuta das Bestreben hat, sich ihrer inneren Kaufkraft anzupassen. Das heisst mit andern Worten, dass sich das Angebot an und die Nachfrage nach Devisen auf die Dauer nach dem inneren Wert richten. Ist nun die Nachfrage nach inländischen Währungseinheiten, ausgedrückt in ausländischen Währungseinheiten, eine fallende, das Angebot aber eine steigende Funktion des Kurses, so ist das Gleichgewicht auf dem Devisenmarkt bestimmt durch den Schnittpunkt der Angebots- und der Nachfragekurve¹. Eine Annäherung des äusseren Wertes, der im Devisenkurs zum Ausdruck kommt, an den inneren Wert, der auf Grund der Kaufkraftparität errechnet wird, erfolgt aber auch wieder auf dem Weg einer Verschiebung der Zahlungsbilanz. Denn wenn eine Währung im Ausland niedriger bewertet wird als ihrer inneren Kaufkraftparität entsprechen würde, ist es vorteilhaft, diese Devisen im Ausland zu erwerben, um damit im Inland Güter zu erwerben, die einen internationalen Markt haben. Diese Güter werden dann im Ausland zum Verkauf gebracht, wodurch der Export des betreffenden Landes gefördert wird. Durch die Exportsteigerung wird die Handelsbilanz und damit die Zahlungsbilanz aktiviert und eine

1) Pedersen, J.: Das Gleichgewicht der Wechselkurse und seine Bestimmungsgründe, S. 9/10.

Erhöhung der Nachfrage nach der inländischen Währung herbeigeführt. Der Wechselkurs wird nun eine steigende Tendenz aufweisen, bis die den Valutaverhältnissen zugrunde liegende Exportprämie zum Verschwinden gebracht wird².

Eine Störung des Zahlungsbilanzgleichgewichtes wird sich somit auf dem Devisenmarkt äussern, indem eine passive Handelsbilanz die Nachfrage über das Angebot hinaus ansteigen lässt, das heisst es werden zum gleichen Preis mehr Devisen nachgefragt als vorher. Weil die Angebotskurve an ausländischen Devisen gleichbleiben wird, muss die erhöhte Nachfrage ein Steigen der ausländischen Währungseinheit zur Folge haben.

Es lassen sich nun zwei Arten von Wechselkursfluktuationen unterscheiden: langfristige und kurzfristige. Die langfristigen beruhen auf einem meist fundamentalen Ungleichgewicht der Zahlungsbilanz und lassen sich nur durch umfassende Massnahmen, die unmittelbar auf die Grundposten der Zahlungsbilanz einwirken, beseitigen. Die kurzfristigen Fluktuationen, die selbst bei ausgeglichener Zahlungsbilanz auftreten und für gewöhnlich nur saisonmässigen Charakter haben, lassen sich bedeutend leichter beeinflussen; es genügt, für die notwendigen Ausgleichsposten zu sorgen³.

Nachdem nun gezeigt worden ist, dass die Ursachen von Wechselkursfluktuationen in den Veränderungen der Zahlungsbilanz zu suchen sind, können wir nach den Faktoren der schweizerischen Zahlungsbilanz Umschau halten, die auf den Kursverlauf des Schweizerfrankens einzuwirken vermochten.

Kursschwankungen, die vor Kriegeausbruch eintraten, hielten sich meist innerhalb der Goldpunkte und hatten vorwiegend saisonmässigen Charakter. Die Diskontpolitik der Nationalbank genügte, um starken Goldbewegungen entgegenzutreten zu können. Der Diskontpolitik konnte hingegen nach dem Übergang zur Papierwährung nicht mehr die gleiche Bedeutung zukommen, musste sie doch als währungspolitisches Mittel in ihren äusseren Wirkungen versagen. In der Folge zeigte es sich, dass auch die Bedeutung für das Inland stark eingedämmt war.

Diese Tatsache lässt sich aus den Änderungen des offiziellen Diskontsatzes erkennen.

2) A. G. Leu & Co. Quartalsbericht Oktober 1924.

3) Schmidt, F.: Die Beherrschung der Wechselkurse, S. 531 ff.

Tabelle 1

Veränderungen des Diskontsatzes

1914—1925	%	Geltungsdauer in Tagen
1914 22. Januar	4	28
19. Februar	3,5	161
30. Juli	4,5	1
31. Juli	5,5	3
3. August	6	38
10. September	5	113
1915 1. Januar	4,5	1371
1918 3. Oktober	5,5	322
1919 21. August	5	595
1921 7. April	4,5	126
11. August	4	203
1922 2. März	3,5	168
17. August	3	331
1923 14. Juli	4	831
1925 22. Oktober	3,5	1624

(Statistisches Handbuch des schweizerischen Geld- und Kapitalmarktes, Zürich 1944)

Die währungspolitische Aufgabe der Diskontpolitik musste nun in vollem Umfang von der Devisenpolitik⁴ übernommen werden, doch musste auch dieses Mittel wirkungslos bleiben, wenn die Veränderungen der Zahlungsbilanz so gross wurden, dass die Devisenvorräte der Notenbank für eine Intervention nicht ausreichend waren. In der zu beschreibenden Periode sind solche Schwankungen mehrfach aufgetreten. Ihre Ursachen liegen aber weniger bei den Faktoren der sichtbaren, als vielmehr bei jenen der unsichtbaren Zahlungsbilanz, vor allem bei den Faktoren, die sich einer direkten Beeinflussung durch Handels- und Devisenpolitik fernzuhalten wussten.

Wenn wir uns nochmals Figur 1 vor Augen halten und nach den Gründen der relativen Stabilität fragen, so lässt der ruhige Kursverlauf auf eine ausgeglichene Zahlungsbilanz schliessen. Trotz dieser Tatsache fand eine Verschiebung der Faktoren statt, die aber

4) Diese besteht im wesentlichen darin, dass die Zahlungsbilanz ausgeglichen ist und dass vorübergehende kleine Schwankungen durch Ankauf bzw. Verkauf von Devisen durch die Notenbank ausgeglichen werden können. Die Devisenpolitik der Nationalbank kommt in den Publikationen des Institutes unter der Rubrik „Sichtguthaben im Ausland“ zum Ausdruck.

in ihrer Gesamtheit kein Zahlungsbilanzungleichgewicht herbeizuführen vermochte. Es sind aber einzig die Veränderungen der Handelsbilanz, die sich zahlenmässig erfassen lassen, während die übrigen Komponenten lediglich Schätzungen unterzogen werden können⁵. Die Handelsbilanz wies in den Vorkriegsjahren einen Einfuhrüberschuss von über einer halben Milliarde auf, während sich diese Passivität in den ersten Kriegsjahren zusehends verminderte und 1916 sogar einen Aktivsaldo von beinahe 70 Millionen verzeichnen konnte.

Die Entwicklung der Handelsbilanz kommt in einer Zusammenstellung ihrer Aktivität in Prozenten der Einfuhr zum Ausdruck:

Tabelle 2
Handelsbilanz 1914-1924
(Aktivität in Prozenten der Einfuhr)

Jahr	Erstes Quartal	Zweites Quartal	Drittes Quartal	Viertes Quartal	Total
1914	— 24,12	— 22,41	— 19,84	— 9,03	— 19,69
1915	— 20,76	— 19,74	+ 7,00	+ 37,32	— 0,59
1916	— 5,23	— 10,82	+ 0,31	+ 27,13	+ 2,90
1917	— 8,80	— 4,36	— 2,56	+ 2,91	— 3,40
1918	+ 11,37	— 25,29	— 44,54	0,00	— 18,27
1919	— 20,38	— 21,72	+ 7,43	+ 1,80	— 6,65
1920	— 16,99	— 18,12	— 23,57	— 32,75	— 22,76
1921	— 39,08	— 19,34	+ 2,69	— 19,34	— 23,21
1922	— 9,66	+ 2,45	— 14,74	— 20,93	— 11,70
1923	— 23,35	— 19,60	— 15,36	— 34,63	— 23,45
1924	— 15,60	— 19,00	— 20,80	— 22,96	— 19,76

(Statistisches Handbuch des schweizerischen Geld- und Kapitalmarktes, Zürich 1924)

Diese Tendenz unserer Handelsbilanz brachte der Zahlungsbilanz eine fühlbare Entlastung, der erwartungsgemäss ein Kursanstieg hätte folgen müssen. Eine Verschiebung anderer Faktoren in entgegengesetzter Richtung trug aber dazu bei, dass die Zahlungsbilanz keine wesentliche Veränderung erfuhr. Unter diesen Faktoren sei die gesteigerte Einfuhr von gemünztem Gold erwähnt, die 1914 16,5 Millionen Franken betrug und im Jahre 1916 auf 117,8 Millionen angewachsen war. Weiterhin machten sich der Aus-

5) Kellenberger, E.: Kapitalexport und Zahlungsbilanz, S. 13 ff.

fall der Einnahmen aus dem Fremdenverkehr, die Unterbindung der Kapitaleinfuhr aus den kriegführenden Ländern und die Beteiligung einheimischen Kapitals an ausländischen Kriegsanleihen in diesem Sinn bemerkbar⁶.

Die kleineren Schwankungen, die auch vor dem Krieg nicht ausgeblieben waren, hatten ihren Ursprung, sofern es sich nicht um saisonmässige Schwankungen handelte, in der nicht mehr existierenden ausgleichenden Wirkung der internationalen Arbitrage. Zudem machten sich bereits in den ersten Kriegsjahren Auswirkungen von Vorgängen, die die amerikanische Zahlungsbilanz betrafen, auf den Kursverlauf des Schweizerfrankens bemerkbar, wie z. B. die Stockung der amerikanischen Exporte bei Kriegsausbruch und ihre spätere Zunahme.

Die Verkettung des Dollarkurses mit dem Goldpreis und damit indirekt mit dem in Goldrappen ausgedrückten Frankenkurs, kam in der zweiten Phase der schweizerischen Wechselkursgestaltung, die im Sommer 1917 ihren Anfang nahm, noch deutlicher zum Ausdruck. Der Kriegseintritt der Vereinigten Staaten im Frühjahr 1917 brachte zunächst ein Finanzabkommen zwischen den USA einerseits und England und Frankreich anderseits zustande, wonach die Wechselkurse dieser drei Länder in New York auf einem stabilen Niveau gehalten werden sollten. Deswegen war der Dollar gezwungen, die durch die Kriegsereignisse bedingten Schwankungen in Kauf zu nehmen. Die Wirkungen der finanziellen Unterstützung auf die Zahlungsbilanz der USA wurden ausserdem durch den Rückfluss amerikanischer Werte aus England und Frankreich verschärft⁷. Diese starke Belastung des Dollars fand ihren Ausdruck in der sinkenden Tendenz der amerikanischen Währung, die ihrerseits die neutralen und besonders den schweizerischen Wechselkurs ansteigen liess. Neben diesen ausländischen Einflüssen traten weitere Faktoren auf, die in der schweizerischen Zahlungsbilanz ihren Niederschlag fanden. Hier ist in erster Linie die Liquidierung schweizerischer Unternehmungen im Ausland zu erwähnen, deren Verkauf beträchtliche Summen nach der Schweiz zurückfliessen liess und dadurch die Nachfrage nach Schweizerfranken erhöhte. Die entgegen allen Erwartungen längere Kriegsdauer vermochte auch

6) Die Schweizerische Nationalbank 1907-1932, S. 226.

7) Der amerikanische Dollar, Schweizerische Kreditanstalt, Monatsbulletin 1/1922.

die Beteiligung schweizerischen Kapitals an ausländischen Kriegsanleihen einzudämmen⁸, so dass der Kapitalexport beinahe zum Stillstand gekommen war, zumal der inländische Kapitalmarkt stetig wachsende Bedürfnisse zeigte⁹. Diese haussegünstigen Faktoren wurden zudem durch das amerikanische Goldausfuhrverbot unterstützt, das die Goldeinfuhr in der Schweiz um ca. 100 Millionen Franken verringerte. Der starken Aktivität der Zahlungsbilanz stand zu dieser Zeit lediglich eine leicht passive Handelsbilanz (ca. 80 Millionen) gegenüber.

Die radikale Wendung des Kursverlaufes im Sommer 1918 sah ihre primäre Ursache wiederum im Ausland. Die Erfolge der Alliierten auf dem Kriegsschauplatz bewirkten auf den neutralen Börsenplätzen ein rasches Ansteigen ihrer Wechselkurse. Dazu standen die sinkenden Tendenzen der neutralen Devisen in direktem Gegensatz. Die psychologische Wirkung der militärischen Erfolge löste eine Flucht in den Dollar seitens der deutschen und österreichischen Kapitalbesitzer aus, so dass die vermehrte Nachfrage nach amerikanischen Devisen dem eingeleiteten Umschwung noch Vorschub leistete. Aber neben diesen psychologischen Einflüssen wirkten auch wirtschaftliche, die bereits die haussierende Bewegung des Frankens vor der Wendung verlangsamt hatten, wodurch die spekulativen Momente auf keinen Widerstand mehr stiessen und die Baisse einleiten konnten. Die wirtschaftlichen Komponenten, die im Vergleich zum Vorjahr eine vermehrte Belastung der schweizerischen Zahlungsbilanz herbeiführten, bestanden zunächst in einer stärkeren Nachfrage nach schweizerischem Kapital durch die kriegführenden Staaten. Die Schweizerische Finanzgesellschaft AG. in Luzern vermittelte den Ländern der Entente im Jahre 1918 über eine Viertelmilliarde Franken, während Deutschland durch die „Zentralstelle für die Kohlenversorgung der Schweiz“ als Folge des Abkommens vom 20. August 1917¹⁰ noch

8) Bereits im III. Neutralitätsbericht des Bundesrates vom 15. Mai 1916 fanden die ausländischen Emissionen Erwähnung und durch ein Rundschreiben des Ausschusses der Bankenvereinigung an ihre Mitglieder wurden die Banken aufgefordert, die finanziellen Mittel des Landes zusammenzuhalten. BBl. Nr. 21, Bd. II/1916, S. 603/604.

9) Kellenberger, E.: Kapitalexport und Zahlungsbilanz, S. 56 ff.

10) VIII. Neutralitätsbericht des Bundesrates vom 10. September 1917, BBl. Nr. 38, Bd. IV/1917, S. 93/94.

etwa 100 Millionen zu erhalten wusste¹¹. Die Handelsbilanz, die bei gleichbleibender Einfuhr eine um ca. 360 Millionen verminderte Ausfuhr aufwies, sowie der vermehrte Import von gemünztem Gold, trugen sodann dazu bei, die Zahlungsbilanz zu verschlechtern.

Die bei Jahresende einsetzende Inflation der alliierten Währungen belastete erneut die amerikanische Zahlungsbilanz und vermochte dadurch dem Schweizerfranken einen kurzen Auftrieb zu vermitteln. Mit der Liquidierung des Finanzabkommens der Ententemächte erhielt der Dollar seine frühere Selbständigkeit zurück, womit die Vereinigten Staaten, wirtschaftlich gesehen, wieder auf dem gleichen Niveau sich befanden wie vor dem Kriegseintritt. Die Haussetendenz des Dollars stiess damit auf keinen Widerstand mehr und selbst die amerikanischen Bemühungen konnten die steigende Entwicklung des Dollars auf den europäischen Märkten nicht aufhalten¹². Die Aufhebung der Wirtschaftsblockade gegen die Zentralmächte hatte auch einen Auftrieb des Exportes der Schweiz im Gefolge, wies doch der Gesamtexport gegenüber 1918 eine Steigerung um 1335 Millionen Franken auf einen Stand von 3,3 Milliarden auf, so dass die fallende Bewegung des Franken einen erneuten Unterbruch erfahren konnte. Die Dollaranleihen, von der Eidgenossenschaft und von den Städten Zürich und Bern im Frühjahr 1920 in den USA aufgenommen, vermochten dem Schweizerfranken zu einer dritten vorübergehenden Besserung zu verhelfen, bevor er bei Jahresende das grösste Disagio der ganzen Periode fluktuierender Wechselkurse erreichte. Der Einfluss dieser Anleihen war aber begrenzt, weil die schweizerische Zahlungsbilanz, einer starken Passivität der Handelsbilanz wegen, schweren Belastungen ausgesetzt war. Die Verschlechterung der Handelsbilanz gegenüber dem Vorjahr belief sich auf ca. 700 Millionen Franken. Die Entwertung des französischen Frankens löste zudem einen Rückfluss schweizerischer Werte aus, die seinerzeit in Frankreich plziert worden waren. Die Kapitalertragsbilanz musste ebenfalls eine Verschlechterung erfahren, weil die Erträge aus den Kapitalanlagen im Ausland dank der Währungs-entwertung in den Nachbarländern zurückgingen. Die in der zwei-

11) Kellenberger, E.: Kapitalexport und Zahlungsbilanz, S. 29 ff. sowie S. 36 ff.

12) Der amerikanische Dollar, Schweizerische Kreditanstalt, Monatsbulletin 1/1922.

ten Hälfte des Jahres 1920 einsetzende Kapitalflucht aus Deutschland und Österreich nach der Schweiz trug wesentlich dazu bei, unsere Zahlungsbilanz zu entlasten, so dass diese spekulativ bedingten Kapitaltransaktionen einem noch tieferen Fall des Frankens entgegentraten.

Die dritte Phase der Entwicklung der schweizerischen Wechselkurse wird durch einen Tendenzwechsel eingeleitet, an den sich eine längere Periode andauernder Hausse anknüpfte, lediglich unterbrochen durch bedeutende Importe gemünzten Goldes im Juni und Juli 1921, welche den Franken die Goldparität wieder überschreiten liess. Es mag zunächst erstaunlich sein, dass die Erholung unseres Wechselkurses zur Zeit des Höhepunktes der Wirtschaftskrise sich erfüllen konnte, wird aber verständlich aus der Verminderung der Einfuhr um beinahe 2 Milliarden Franken gegenüber 1920, während die Ausfuhr einen Rückgang um ca. 1100 Millionen aufzuweisen hatte. Daraus ergab sich eine wesentliche Verbesserung unserer Handelsbilanz, die zusammen mit dem anhaltenden Kapitalimport aus den Zentrilmächten, wo die gestaute Inflation der Kriegszeit in eine galoppierende übergegangen war, und mit dem Rückfluss der Kredite, die durch die Finanzgesellschaft an die Alliierten vermittelt worden waren, eine fühlbare Entlastung unserer Zahlungsbilanz bewirkten. Dank dieser Verbesserung konnte unser Franken im Spätherbst 1921 die Goldparität überschreiten und bis zum Frühjahr des folgenden Jahres über der Parität verbleiben. Es ist bemerkenswert, dass der Franken im Gegensatz zur Kriegs- und unmittelbaren Nachkriegszeit die Goldparität nur um ein Geringes zu überschreiten vermochte und der Bewegung nach oben nicht weiter folgen konnte. Dieses Phänomen ist darauf zurückzuführen, dass Goldimporte die Haussetendenzen eindämmen konnten. Damit begegnen wir zum ersten Male seit Kriegsausbruch wieder einem Charakteristikum des Goldstandards, nämlich der Begrenzung der Wechselkursschwankungen nach oben durch den Goldimportpunkt, während der Goldexportpunkt¹³ seine Wirkung, wie wir in der Folge sehen werden, noch nicht geltend gemacht werden konnte.

Als Folge der auch in der Schweiz fühlbaren Wirtschaftskrise und der damit zusammenhängenden Diskontsatzsenkung¹⁴ fanden

13) Auch oberer oder unterer Goldpunkt genannt. — Dazu: Küng, E.: Die Selbstregulierung der Zahlungsbilanz, S. 99.

14) Vgl. Tabelle 1, S. 10.

viele schweizerische Kapitalien keine Verwendung im Inland. So setzte erneut ein vermehrter Kapitalexport, namentlich nach dem Dollargebiet ein. Die Initiative betreffend die Vermögensabgabe trug zudem das ihre dazu bei, dass ausser eigenem Kapital auch ausländische Anlagen in der Schweiz den Weg ins Ausland fanden und so die Zahlungsbilanz erneut belasteten. Die damit einsetzende Baisse wurde nach dem günstigen Resultat der Volksabstimmung zwar kurz unterbrochen, setzte aber ihre Bewegung nach Jahresende unter dem Druck des anhaltenden Kapitalexportes fort. Die sinkende Tendenz des Frankens, ebenfalls durch eine stark passive Handelsbilanz unterstützt, erfuhr im Spätsommer 1923 nochmals dank der eidgenössischen Dollaranleihe einen Unterbruch. In der Zwischenzeit konnte die Handelsbilanz ihre Passivität wesentlich vermindern und der Fremdenverkehr zeigte eine deutliche Zunahme. Ausserdem wurde der Kapitalexport nach den Vereinigten Staaten eingeschränkt, nicht zuletzt des in der Schweiz steigenden Diskontsatzes wegen. Diese Faktoren vermochten die Baisse des Frankens zum Stillstand zu bringen und ein weiteres Dollaranleihen des Bundes genügte, einen Tendenzwechsel herbeizuführen. Diesem Umschwung leistete ebenfalls die Rückzahlung der Reskriptionen des Bundes und der Bundesbahnen Vorschub, wenn auch nur mittelbar, indem das Vertrauen in das schweizerische Finanzgebaren gefestigt wurde.

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass neben der Handelsbilanz (sichtbare Zahlungsbilanz), die infolge der ausserordentlichen Zeiten mit ihren Import- und Exportschwierigkeiten starken Schwankungen unterworfen war, die Zahlungsbilanz durch Faktoren wesentlich beeinflusst wurde, die einer direkten Intervention nur schwer zugänglich waren. Im Gegensatz zur Vorkriegszeit nahm das psychologische Moment in der Währungspolitik eine Vorzugsstellung ein, die besonders in spekulativ bedingten Kapitaltransaktionen zum Ausdruck kam.

4. Die Politik fluktuierender Wechselkurse in der Schweiz

Während wir zunächst festgestellt haben, dass die Schweiz am 30. Juli 1914 die Banknoten der Schweizerischen Nationalbank zum valutarischen und definitiven Geld erhoben hatte, stellt sich nun die Frage nach dem Wesen des veränderten Zustandes, nach der Art des neuen Währungssystems. Ebenso drängt sich als weiteres die Frage nach der Art und Weise der Anwendung eben dieses neuen Währungssystems auf, das ganz im Gegensatz zum vergangenen steht. Wir wollen nun erst versuchen, die Papierwährung und die fluktuierenden Wechselkurse in der Schweiz einer Analyse zu unterziehen, um sodann die effektive Währungspolitik zu untersuchen.

A. Das System fluktuierender Wechselkurse

Die Papierwährung, die mit der Befreiung der Schweizerischen Nationalbank von der Einlösungspflicht in der Schweiz ihren Einzug hielt, war eine Papierwährung besonderer Art. Die Bezeichnung Papierwährung ist allerdings berechtigt, verdrängte doch die Banknote das Edelmetall von seinem vertrauten Platz und nahm selbst die Stellung des valutarischen und definitiven Zahlungsmittels ein. In unserem Fall handelte es sich aber nicht um eine reine Papierwährung, weil der Bundesratsbeschluss vom 30. Juli 1914 die zusätzliche Bestimmung enthielt, dass die gesetzliche Mindestdeckung beibehalten werden müsse¹. Der Grund für diese, bei einer reinen Papierwährung überflüssigen Bestimmung, ist wohl nur darin zu sehen, dass der Bundesrat auf das psychologische Moment des Goldes Rücksicht nahm, im Bestreben, die Bevölkerung nicht der Illusion zu berauben, dass dem Gold weiterhin die gleiche Bedeutung zukomme wie bis anhin.

Ein System reiner Papierwährung unterscheidet sich demnach von der Goldumlaufs- aber auch von der Goldkernwährung in institutioneller Hinsicht dadurch, dass die Notengeld- und die Kreditgeldschöpfung sowohl vom Vorhandensein einer Gold- oder anderen Währungsreserve, als auch von deren Veränderungen unabhängig ist. Eine solche Reserve hat somit nur noch die Funktion einer Zahlungsbilanzreserve.

1) AS Nr. 21 vom 30. Juli 1914.

Ein System fluktuierender Wechselkurse besteht, wie wir wissen, darin, dass die Höhe der Wechselkurse von Angebot und Nachfrage auf dem Markt für ausländische Währungseinheiten bestimmt wird. Folglich können je nach den Änderungen der Marktlage jederzeit Wechselkursschwankungen eintreten. Die Anwendung eines Systems fluktuierender Wechselkurse kann grundsätzlich nach zwei Gesichtspunkten erfolgen, indem die Bestimmung der Wechselkurse entweder vollkommen dem freien Markt überlassen oder durch Intervention auf dem Devisenmarkt manipuliert wird. Wenn lediglich der freie Markt für die Bestimmung der Wechselkurse massgebend ist, werden weder durch die monetäre Zentralstelle, noch durch andere Institutionen Schritte unternommen, um die Angebots- und Nachfragebedingungen auf dem Devisenmarkt zu ändern. Zudem werden ausländische Währungseinheiten von der monetären Zentralstelle weder zu einem festen Preis gekauft noch verkauft, so dass jeder Anbieter von Devisen auf dem Markt einen Nachfrager nach Devisen (und umgekehrt) suchen muss. Bei der zweiten Möglichkeit bleibt die Gestaltung der Wechselkurse hingegen nicht allein dem freien Markt überlassen, sondern die monetäre Zentralstelle oder andere staatliche Institutionen versuchen, durch Interventionen auf dem Devisenmarkt zu interpellieren. Dabei steht wohl dem Devisenmarkt die generelle Bestimmung der Wechselkurse zu; die Zentralnotenbank hält sich aber die Möglichkeit offen, jederzeit Angebot und Nachfrage nach Devisen zu beeinflussen, um starken oder unerwünschten Wechselkursfluktuationen entgegenwirken zu können, ohne sich aber den allgemeinen Entwicklungstendenzen zu widersetzen. Neben der Möglichkeit, Devisen auf dem Markt anzubieten oder nachzufragen, stehen der monetären Zentralstelle zudem noch direkte devisenpolitische Massnahmen zu einer Intervention zur Verfügung. Die Wahl der jeweils anzuwendenden Massnahmen steht der Notenbank frei, doch wird sie im gegebenen Fall zu jenen greifen, die eine möglichst umfassende Wirkung erwarten lassen. Bei Zahlungsbilanzungleichgewichten wird die monetäre Zentralstelle zusätzliche Devisen auf dem Markt anbieten oder nachfragen, indem sie entweder ihre eigene Devisenreserve verändert, ausländische Devisenkredite aufnimmt und diese Devisen dem Markt anbietet oder umgekehrt dem Ausland Kredite gewährt. Bei Fluktuationen, die ihren Ursprung in spekulativ bedingten Kapitaltransaktionen haben und

solche Ausmasse annehmen, dass die Notenbank selbst mit ihrer gesamten Devisenreserve die Tendenz nicht beeinflussen kann, muss sie die Freiheit des Devisenmarktes beschränken und die kurzfristigen Kapitalbewegungen einer Kontrolle unterziehen, womit direkte devisenpolitische Massnahmen zur Devisenbewirtschaftung unumgänglich geworden sind.

In der Zeit von 1914 bis 1924, in der die Papierwährung mit fluktuierenden Wechselkursen in der Schweiz durchgeführt wurde, blieb die Bestimmung der Wechselkurse nicht allein dem freien Markt überlassen, da verschiedentlich Massnahmen ergriffen wurden, um starken Schwankungen entgegenzutreten. Es blieb aber nicht allein der Nationalbank überlassen, auf dem Devisenmarkt zu intervenieren, da der Bund ebenfalls in diesem Sinn mehrmals in den Vordergrund trat. Es sei in diesem Zusammenhang nur an die Kohlenzentrale, an die Finanzgesellschaft und an die verschiedenen ausländischen Anleihen des Bundes erinnert. Wir werden an anderer Stelle noch Gelegenheit finden, uns mit den einzelnen interventionistischen Massnahmen des Bundes und unseres Noteninstitutes vertraut zu machen.

Die währungspolitische Stellung der Schweiz in der Vorkriegszeit brachte es mit sich, dass trotz der Einführung der Papierwährung und der damit verbundenen Nationalisierung des Währungssystems sich gewisse ausländische Einflüsse geltend machen konnten. Die Fungibilität der Banknoten der Schweizerischen Nationalbank blieb wohl auf unser Land beschränkt, hingegen behielten ausländische Silbermünzen in der Schweiz und umgekehrt schweizerische Silbermünzen im Ausland ihre Gültigkeit bei. Dieses Phänomen ist auf die Mitgliedschaft in der Lateinischen Münzunion zurückzuführen, der die Schweiz bis zum 1. Januar 1927 angehörte. Erst am 4. Oktober 1920 erliess der Bundesrat ein Einfuhrverbot für Fünffrankenstücke der Unionsländer und am 28. Dezember des gleichen Jahres wurden durch einen Bundesratsbeschluss die französischen, belgischen, italienischen und griechischen Fünffrankenstücke und die belgischen Silberscheidemünzen ausser Kurs gesetzt, womit die Schweiz münzpolitisch weitgehend selbständig wurde².

2) Weisskopf, E.: Das schweizerische Münzwesen von seinen Anfängen bis zur Gegenwart, S. 159 ff.

Die Angehörigkeit zur Lateinischen Münzunion war vor Kriegsausbruch für die Schweiz mit Vorteilen verbunden gewesen, war sie doch an ein relativ starkes internationales System gebunden, bei dem sich vor allem die Verbundenheit mit Frankreich, das dank seiner Vorherrschaft den bedeutendsten Vertragspartner bildete und zugleich für die Gestaltung der schweizerischen Währung wegleitend war, günstig auswirken und ihr moralische und materielle Gewinne verschaffen konnte. Diese Vorteile können zwar nicht ziffernmässig geschätzt werden, weil sie grösstenteils unsichtbar blieben. Immerhin können wir festhalten, dass dadurch die kommerzielle und industrielle Entwicklung der Schweiz wesentlich gefördert wurde. Mit Kriegsausbruch und der damit verbundenen Nationalisierung der Geld- und Warenmärkte trat eine wesentliche Veränderung auf. De facto bedeutete das einen Zerfall der Konvention, obwohl sie de iure weiterhin bis zur offiziellen Auflösung am 1. Januar 1927 von Bestand war. Die Vorteile, die der Schweiz bis anhin aus der Mitgliedschaft zum Münzbund erwachsen waren, kehrten sich ins Gegenteil um und erbrachten ihr Schwierigkeiten, die damit den hauptsächlichen Mangel der Münzorganisation offen zutage treten liessen. Die Nachteile äusserten sich zunächst in einem starken Gold- und Silbermünzenabfluss über die Grenzen im Westen und Süden unsres Landes. Entsprechend den Veränderungen des Wechselkurses und als Folge der ausländischen Währungsentwertungen, strömten sodann Münzen französischer, belgischer, italienischer und griechischer Provenienz in die Schweiz und überschwemmten den inländischen Geldmarkt. Diese dem System immanenten Störungsfaktoren konnten einzig durch direkte Massnahmen bekämpft werden. Ein solches Vorgehen rechtfertigte sich einerseits aus der Notlage der Kriegszeit und anderseits deswegen, weil die Lateinische Münzunion faktisch hinfällig geworden war und somit jedes Land selbständige Beschlüsse fassen konnte.

Bei Kriegsausbruch fand aber auch die währungspolitische Vormachtstellung Frankreichs in der Schweiz ein jähes Ende³. Statt dessen traten die Vereinigten Staaten in den Vordergrund, wie sich überhaupt das finanzielle Schwergewicht in Europa nach den USA zu verschieben begann. Obwohl sich die Schweiz, nachdem sie sich

3) Das erhärtet sich aus der weiteren Entwicklung des französischen Franken, die aus Figur 3 ersichtlich ist.

aus dem Schatten Frankreichs zu lösen vermocht hatte, in der Kriegs- und Nachkriegszeit währungspolitisch einen guten Ruf schaffen konnte, reichte die Kraft des Frankens nicht aus, sich der Beeinflussung seitens des Dollars zu entziehen. Diese äusserte sich nicht durch eine weitgehende finanzielle und wirtschaftliche Abhängigkeit wie vormals gegenüber Frankreich, sondern sie fand lediglich in der schweizerischen Zahlungsbilanz ihren Niederschlag; die auf Veränderungen der amerikanischen Zahlungsbilanz reagierte.

Für die Betrachtung der Periode fluktuierender Wechselkurse in der Schweiz darf sodann ein weiteres Moment nicht vernachlässigt werden. Das System fluktuierender Wechselkurse fand seinen Eingang nicht auf Grund einer langsamen kontinuierlichen Entwicklung, wie sie uns aus dem 19. und dem beginnenden 20. Jahrhundert bekannt ist und zum Goldstandard, als deren logische Konsequenz, geführt hat. Der Übergang zur Papierwährung erfolgte vielmehr in beinahe revolutionärer Art und Weise, als Wirkung einer Ursache, die ausserhalb unseres Landes ihren Ursprung hatte. Die ausserordentlichen Notzeiten, die mit dem Kriegsausbruch heraufbeschworen wurden, konnten nicht wirkungslos auf die Gestaltung unserer Währung bleiben. Am deutlichsten zeigte sich das an den wirtschaftlichen Schwierigkeiten, die damit der Schweiz erwachsen waren, bedingt durch die geographische Lage einerseits und durch den Mangel an Lebensmitteln und Rohstoffen anderseits. Um überhaupt in den Besitz der notwendigen Konsum- und Kapitalgüter zu gelangen, mussten öfters von seiten der Schweiz Konzessionen gemacht werden, die in der Folge in einer Belastung unserer Zahlungsbilanz sichtbar wurden. Das multilaterale Wirtschaftssystem, das bei Kriegsausbruch einem bilateralen weichen musste, verstärkte zudem noch diese Schwierigkeiten, so dass unter diesen Umständen nur noch bedingt eine wirkungsvolle Währungspolitik zum Zuge gelangen konnte.

Nachdem wir weiter oben die Feststellung machen konnten, dass in dem uns interessierenden Zeitabschnitt der schweizerischen Währungsgeschichte die Bestimmung der Wechselkurse nicht vollständig dem freien Markt überlassen blieb, sondern dass der Bund und das schweizerische Zentralnoteninstitut verschiedentlich Massnahmen ergriffen, um Tendenzen der Wechselkursgestaltung zu beeinflussen, stellt sich nun die Aufgabe, die eigentliche Währungspolitik dieser Periode einer Untersuchung zu unterziehen.

B. Die Währungspolitik von 1914 bis 1924

Wenn wir uns die Frage stellen, wie das System fluktuierender Wechselkurse in der Schweiz angewendet worden ist, dürfte es angebracht sein, vorgängig einen kurzen Blick auf die wirtschaftlichen Verhältnisse in der Kriegs- und Nachkriegszeit zu werfen. Dieses Vorgehen lässt sich damit begründen, dass eine sinnvolle Währungspolitik sich organisch in die allgemeine Wirtschaftspolitik eines Landes einfügen muss. Da der Zahlungsbilanz, also der Gegenüberstellung der Schulden und Guthaben des Inlandes und des Auslandes, bei einem System fluktuierender Wechselkurse eine wesentliche Bedeutung zukommt, die Zahlungsbilanz ihrerseits aber das Bild der wirtschaftlichen Betätigung spiegelt, rechtfertigt sich ein summarischer Überblick über die wirtschaftliche Entwicklung, bevor wir die Währungspolitik und deren Massnahmen verfolgen.

Der Einflüsse, denen die schweizerische Wirtschaft während der Zeit von 1914 bis 1924 unterworfen war, waren viele, wobei die rein wirtschaftlichen Faktoren öfters durch politische und psychologische Momente in den Hintergrund verdrängt wurden. Mit dem Kriegsausbruch änderten sich die üblichen Usanzen, indem der marktwirtschaftliche Charakter der Vorkriegszeit dem Bilateralismus weichen musste. Die diplomatische Tätigkeit, die jeglichem Aussenhandel voranging, war kennzeichnend für die völlig geänderte Situation, mit der sich die Wirtschaft abfinden musste. Handel und Industrie waren genötigt, neue Ein- und Ausfuhrmöglichkeiten zu suchen, doch fanden sie bald in der Umstellung auf die Bedürfnisse der Kriegszeit eine Lösung. Andererseits gelangten aber zahlreiche wichtige Zweige der schweizerischen Wirtschaft, die keine notwendigen Güter produzierten und die wesentlich auf den Export angewiesen waren (z. B. Stickerei- und Uhrenindustrie), in wachsende Schwierigkeiten, denen sie nur allzu oft erlagen. Ausserdem übten die kriegführenden Parteien eine starke Kontrolle über unsere wirtschaftliche Tätigkeit aus. Trotzdem konnte die Aktivität der Zahlungsbilanz während der ganzen Dauer des Krieges aufrecht erhalten werden.

Die Hoffnungen, die nach Kriegsende auf die Rückkehr der alten wirtschaftlichen Beziehungen zum Ausland gehegt wurden, mussten bald einer Enttäuschung Platz machen. Die Entwertungen der ausländischen Währungen, die steigenden Preise und die welt-

weite Depression der 20er Jahre gingen nicht spurlos an der Schweiz vorbei, sondern hatten vielmehr neue Schwierigkeiten im Gefolge, die verschiedentlich Bund und Nationalbank zu Interventionen auf den Plan riefen. Die Erholung der schweizerischen Wirtschaft begann im Jahre 1923 mit einer Verminderung der Arbeitslosenziffer, und mit der Verbesserung der öffentlichen Finanzgebarung stellte sich die Tendenz zum Gleichgewicht wieder ein, da der Tiefpunkt der Nachkriegsdepression in der Schweiz überschritten war.

Tabelle 3
Zahl der offenen Stellen und Arbeitsuchenden

Jahre	Offene Stellen	Arbeitsuchende	Differenz (+ = Angebot)
1913	84 361	99 490	— 15 129
1914	87 797	117 519	— 29 722
1915	89 558	107 478	— 17 920
1916	102 637	101 602	+ 1 035
1917	105 644	97 308	+ 8 336
1918	103 818	97 338	+ 6 480
1919	106 758	135 522	— 28 764
1920	122 584	138 474	— 15 890
1921	87 912	294 174	— 206 262
1922	128 738	614 954	— 486 216
1923	127 844	358 723	— 230 879
1924	132 513	192 265	— 59 752

Tabelle 4
Zahl der Vollarbeitslosen

Monatsende	1920	1921	1922	1923	1924
Januar	3 477	34 652	96 580	56 275	28 480
Februar	4 979	42 705	99 541	52 734	27 120
März	3 878	43 282	89 099	44 909	21 380
April	3 445	47 949	81 868	35 512	16 730
Mai	3 697	52 377	71 100	30 228	13 618
Juni	3 004	54 650	59 456	25 583	10 938
Juli	3 427	52 255	52 180	22 722	8 235
August	5 256	63 182	51 789	22 554	8 737
September	7 178	66 646	49 512	22 830	8 718
Oktober	8 860	74 238	48 218	24 013	9 451
November	13 436	80 692	51 128	27 029	11 479
Dezember	17 624	88 967	53 463	26 873	11 419

(Statistisches Jahrbuch der Schweiz)

Die Grundlage eines jeglichen Geldsystems ist die Währung, der zwei essentielle Eigenschaften, die Festsetzung der Geldeinheit und die Wertrelation, inhärent sein müssen. Diese beiden Bestimmungen sind durch die Bundesverfassung dem Kompetenzbereich des Bundes zugesprochen worden, dem es demnach zusteht, die Währungspolitik zu betreiben. Als Währungspolitik im weitesten Sinn kann somit jene Tätigkeit angesehen werden, die dazu dient, die Grundlagen eines Geldsystems zu bestimmen und festzulegen. Die Schweizerische Nationalbank, als ein durch den Bund errichtetes Zentralnoteninstitut, ist in Währungsfragen dem Bund gegenüber verantwortlich, weil sie von ihm abhängig ist. Die Währungspolitik, welche die Nationalbank betreiben kann, lässt sich nur in einem enger gefassten Sinn umschreiben, weil sie in ihrer Tätigkeit in den vom Bund festgesetzten Richtlinien verbleiben muss. Ihre Währungspolitik beschränkt sich folglich darauf, die Währung auf der einmal bestimmten, im Gesetz verankerten Wertrelation zu halten.

Dieses Verhältnis zwischen Bund und Nationalbank erfuhr mit dem Übergang zur Papierwährung und zum System fluktuierender Wechselkurse keineswegs eine Veränderung. Eine Veränderung trat lediglich bei der Nationalbank ein, die dieses Bundesratsbeschlusses wegen eine Erweiterung ihres Aufgabenkreises erfahren und in Kauf nehmen musste. Die Schweizerische Nationalbank wurde weder als Kreditbank noch als eigentliche Währungsbank gegründet. Ihre Bestimmung und ihre Hauptaufgabe wurden sowohl in Artikel 39 der Bundesverfassung als auch in Artikel 2 des Nationalbankgesetzes von 1905 übereinstimmend mit der Regelung des Geldumlaufs und der Erleichterung des Zahlungsverkehrs umschrieben. In der Vorkriegszeit hielt sich die Währungspolitik des Noteninstitutes in bescheidenem Rahmen, gegeben durch den Goldstandard und dessen Geldmengenpolitik. Die Diskontpolitik war dabei das wichtigste Mittel in der Hand der Notenbank und eine Veränderung des Diskontsatzes genügte meist, Zahlungsbilanzungleichgewichte zu beheben⁴.

Die Bedeutung der Diskontpolitik musste mit dem Übergang

4) Dass es sich dabei richtigerweise nicht um eine effektive und dauernde Behebung des Zahlungsbilanzungleichgewichtes handelte, sondern lediglich um eine Verschiebung der Fälligkeiten auf einen späteren Termin, sei nur am Rande vermerkt.

zum neuen Währungssystem eine starke Verminderung erfahren. Dies erklärt sich daraus, dass der offizielle Diskontsatz nicht mehr in gleichem Mass für den privaten Satz verbindlich war. Da aber bei einer Diskontpolitik nicht der offizielle, sondern der private Diskontsatz, vor allem der bankfähigen Papiere wegen, die zum Banksatz gehandelt werden, die erwarteten Kapitalbewegungen auslöst, musste daher die Diskontpolitik an Bedeutung verlieren. Dabei wurden sowohl die externen wie auch die internen Funktionen der Diskontpolitik in ihren Wirkungen stark eingeengt⁵.

Das System fluktuierender Wechselkurse eröffnete der Nationalbank neue Wege, die sie in ihrer Währungspolitik beschreiten konnte. Grundsätzlich stehen einer Notenbank direkte und indirekte Möglichkeiten zu Interventionen auf dem Devisenmarkt zur Verfügung, wobei unter direkten Möglichkeiten devisenpolitische Massnahmen, Operationen auf dem offenen Markt, quantitative und qualitative Kreditrestriktionen sowie Veränderungen der Mindestreservenvorschriften und unter indirekten die Gewährung bzw. die Aufnahme ausländischer Devisenkredite verstanden sein sollen.

Wir haben bereits weiter oben festgestellt, dass die Nationalbank während der ganzen Dauer der Papierwährung die Bestimmung des Wechselkurses nicht allein dem freien Markt überlassen, sondern mit verschiedenen Massnahmen regulierend eingegriffen hat. Dieses Verhalten erklärt sich aus den gesetzlichen Bestimmungen, die den Zweck und die Aufgaben unserer Notenbank umschreiben. Wir können uns deshalb im folgenden damit begnügen, die Massnahmen, die von Bund und Nationalbank zu Interventionen ergriffen wurden, festzuhalten.

Die Massnahmen, die von der Schweizerischen Nationalbank im Zuge ihrer Währungspolitik ergriffen werden mussten, lassen sich in solche zur Erhaltung des inneren und solche zur Erhaltung des äusseren Gleichgewichtes unterscheiden. Die Regelung und die Gewährleistung des Geldumlaufes, des Zahlungsverkehrs und der Kreditbeschaffung im Inland waren Voraussetzung für eine wirkungsvolle Devisen- und Valutapolitik, so dass eine Betrachtung der Währungspolitik unter Ausschluss der einen oder anderen Massnahmen ein unvollständiges Bild ergeben müsste.

5) Vgl. die Gegenüberstellung des offiziellen und privaten Satzes in der Jubiläumsschrift der Nationalbank 1907-1932, S. 473.

a) Geldumlauf, Zahlungsverkehr und Kreditbeschaffung

Die Massnahmen, die zur Regelung des Geldumlaufes ergriffen wurden, hatten ihren Ursprung in der Stärkung und im Schutz der Metallreserven, auf denen wiederum der Notenumlauf basierte. Die Erwartungen, die noch zu Beginn des Jahres 1914 in den Zahlungsmittelumlauf mit Goldmünzen gesetzt worden waren, erfüllten sich nicht. Vielmehr musste die Nationalbank die Feststellung machen, dass die in Verkehr gesetzten Goldmünzen keineswegs vor Thesaurierung und Metallentzügen bewahren konnten. Das Noteninstitut bemühte sich zunächst in den Sommermonaten des gleichen Jahres, den Goldimport zu intensivieren, stiess dabei aber bald auf Schwierigkeiten, weil das Ausland wegen der eigenen Kriegsfinanzierung Goldexporte erschwerte und gänzlich verbot⁶. Das Gesuch der Nationalbank an den Bundesrat, die Einlöspflicht aufzuheben und die Emission von 20 Franken und 5 Franken Banknoten zu gestatten, entsprang in erster Linie dem Bestreben, die Metallreserven zu schützen und erst in zweiter Linie dem Wunsch, mit kleinen Noten den Zahlungsverkehr zu gewährleisten. Da aber die Hortungstendenz weiterhin anhielt und die Notenreserve in kurzer Zeit zu schwinden drohte, so dass Gefahr bestand, die gesetzlich vorgeschriebene Mindestdeckung nicht mehr einhalten zu können, musste sich die Nationalbank entschliessen, zu direkten restriktiven Massnahmen zu greifen. Sie forderte deshalb am 2. August die schweizerischen Banken auf, Rückzahlungen an Privatpersonen auf 200 Franken für Depotrechnungen und auf 50 Franken für Sparhefte zu beschränken, unter Androhung, ihnen weitere Unterstützungen zu versagen, falls sie nicht bestrebt sein sollten, der Einladung Folge zu leisten⁷.

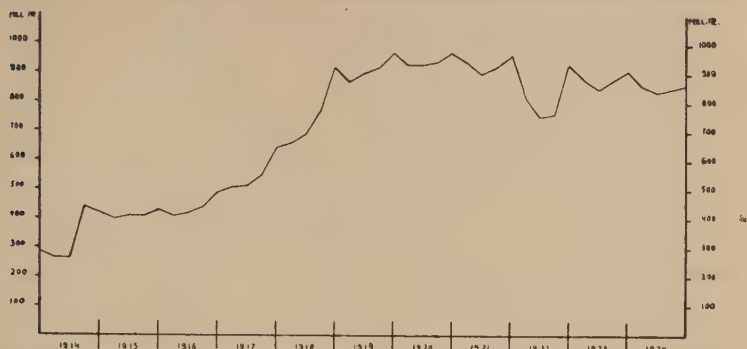
Mit dem Abklingen der Panikstimmung, die bei Kriegsausbruch das Publikum ergriffen hatte, besserte sich die Lage, doch die Menge der umlaufenden Zahlungsmittel vermehrte sich zusehends.

Der Gründe für den gesteigerten Zahlungsmittelumlauf waren mehrere: Einmal verzeichnete die Nationalbank ein Ansteigen der Metallbestände, bedingt durch die vom Ausland in Gold geleisteten Zahlungen an die Schweiz. Sodann musste das Hartgeld, das dem

6) Kellenberger, E.: Kapitalexport und Zahlungsbilanz, S. 7 ff.

7) Schwegler, W.: Die Bilanz der Schweizerischen Nationalbank 1907-1925, S. 106.

Figur 4: Der Notenumlauf der Schweizerischen Nationalbank von 1914-1924



(Statistisches Handbuch des schweizerischen Geld- und Kapitalmarktes, Zürich 1944)

Verkehr entzogen wurde, durch Papiergeld ersetzt werden. Das Portefeuille für Schweizerwechsel der Nationalbank erfuhr gleichzeitig eine wesentliche Bereicherung, hervorgerufen durch die Reskriptionen des Bundes und der Bundesbahnen. Ausser dieser Vermehrung der Aktiven musste die Notenbank dem gesteigerten Bargeldverkehr, den sie mit dem Giroverkehr nicht entlasten konnte, und der beim Publikum anhaltenden Liquiditätstendenz Rechnung tragen. Eine weitere Belastung stellte der zunehmende Notenabfluss ins Ausland dar, war doch die schweizerische Banknote besonders in den Ländern mit stark geschwächter Währung sehr beliebt, sei es als direktes Zahlungsmittel oder als Spekulationsobjekt⁸.

Der Nationalbank standen nur wenige Wege offen, der zunehmenden umlaufenden Geldmenge entgegenzutreten. Bei ihren Massnahmen musste sie ohnehin auf die Bedürfnisse der Wirtschaft abstellen, um nicht causa prima eines grösseren Übels zu werden. Da eine Veränderung des Diskontsatzes, also eine Verteuerung des Geldes wirkungslos geblieben wäre, ersuchte die Nationalbank den Bundesrat, ein Ausfuhrverbot für schweizerische Banknoten zu erlassen, dem der Bundesrat am 31. Mai 1918 Folge leistete⁹. Der Bundesratsbeschluss vom 15. Juni 1918 betreffend Ergänzung des Artikels 20 des Bundesgesetzes vom 6. Oktober 1905 über die schweizerische Nationalbank¹⁰ ermächtigte zudem das Noten-

8) Ebenda, S. 104 ff.

9) AS Nr. 33 vom 31. Mai 1918.

10) AS Nr. 36 vom 17. Juni 1918.

institut, Sichtguthaben im Ausland und Forderungen aus der Belehnung von Wertschriften und Edelmetallen (Lombardvorschüsse) in die Notendeckung einzubeziehen. Dieser Beschluss des Bundesrates ermöglichte es der Nationalbank, in vermehrtem Mass eine Rückdiskontierung von Reskriptionen des Bundes und der Bundesbahnen auf dem offenen Markt vorzunehmen, um so die umlaufende Geldmenge manipulieren zu können. Oft war es der Notenbank aber nicht möglich, Veränderungen der Geldmenge zu beeinflussen; z. B. im Herbst 1918, als infolge grosser Barbezüge anlässlich des Generalstreiks die Geldmenge anstieg, im Frühjahr 1922, als nach der ersten Goldabgabe ein Rückfluss der Noten einsetzte, und im Herbst des gleichen Jahres, als die Vermögensabgabeinitiative das Publikum zu erneuten Barbezügen anspornte (vgl. Figur 4).

Parallel zu diesen Massnahmen musste der Kreditgewährung vermehrtes Augenmerk geschenkt werden. Da die Diskontpolitik als Regulator des innern Geld- und Kapitalmarktes wirkungslos geworden war, mussten auch hier andere Wege eingeschlagen werden, um zum Ziele zu gelangen. Die Nationalbank sah sich deshalb, genötigt, über den Rahmen der im Nationalbankgesetz festgelegten Bestimmungen über das zum Diskont zugelassene Wechselmaterial hinaus Kredite zu gewähren, indem sie in bezug auf Qualität und Laufzeit des Wechselmaterials sich grosszügiger verhielt, sofern die Kunden nicht über Giroguthaben verfügten. Einer Intensivierung der Lombardkreditgewährung durch die Nationalbank waren ebenfalls Grenzen gezogen, weil bis zum 15. Juni 1918 die Lombardvorschüsse vom Noteninstitut nicht in die Notendeckung einbezogen werden durften. Um dem Publikum aber Gelegenheit zu geben, Wertpapiere bevorschussen zu lassen, entschloss sich der Bundesrat am 9. September 1914¹¹⁾, diesem wirtschaftlichen Bedürfnis entgegenzukommen. Die Darlehenskasse der Schweizerischen Eidgenossenschaft, die daraufhin geschaffen und der Leitung der Nationalbank unterstellt wurde, war ermächtigt, gegen faustpfändliche Sicherheiten Darlehenskassenscheine auszugeben, denen der gesetzliche Kurs zugesprochen wurde.

Eine besondere Stellung in der Kreditgebarung nahmen die kurzfristigen Vorschüsse der Nationalbank an den Bund und die

11) AS Nr. 43 vom 10. September 1914.

Bundesbahnen sowie an Kantone und Gemeinden ein, und während der ganzen Kriegs- und Nachkriegszeit spielte die Diskontierung — und vor allem die Rückdiskontierung — von Reskriptionen eine bedeutende Rolle. Mit der Möglichkeit, Reskriptionen rediskontieren zu können, verblieb der Nationalbank während des Krieges eines der wenigen Mittel zu einer Fortsetzung der Diskontpolitik, dessen sie sich bedienen konnte. Eine Reskription, die von der Nationalbank zum Diskont angenommen wird, ist an sich ein reiner Finanzwechsel, dessen Akzept mit einer künstlichen Geldschöpfung verbunden ist. Indem die Nationalbank Finanzwechsel diskontierte, scheint sie mit der künstlichen Geldschöpfung der inflationären Tendenz Vorschub geleistet zu haben. Wir werden später noch Gelegenheit haben, uns damit näher zu befassen. An dieser Stelle sei nur erwähnt, dass die Kredite, die der Bund für seine Reskriptionen erhielt, vorwiegend für notwendige Warenimporte Verwendung fanden. Dadurch erhielten die Finanzwechsel den Charakter eines Warenwechsels, so dass das Verhalten der Nationalbank nicht im Gegensatz zu ihrer gesetzlich vorgeschriebenen Praxis stand.

b) Devisen- und Währungspolitik

Bei Kriegsausbruch erfuhr die Devisen- und Währungspolitik der Nationalbank eine grundlegende Änderung, hatte sich doch die Gestaltung der Wechselkurse durch geringe Verschiebungen von Gold, bestimmt durch den oberen und unteren Goldpunkt, in engen Grenzen gehalten. Infolge der Nationalisierung der Geld- und Warenmärkte änderten sich die wirtschaftlichen Beziehungen unter den verschiedenen Ländern, was naturgemäss in der Zahlungsbilanz und im Wechselkurs zum Ausdruck kommen musste. Neben dieser bis anhin unbekannten Entwicklung zeigte es sich, dass die üblichen Wege, welche die Devisenpolitik einzuschlagen gewohnt war, aus Gründen der Kriegsfinanzierung durch die kriegführenden Mächte versperrt waren. So wurde der Devisenhandel einer staatlichen Kontrolle unterstellt und der Warenhandel gehorchte nicht mehr den wirtschaftlichen Gesetzen, sondern war abhängig von Fragen der Kriegsnotwendigkeit und der Strategie (wie z. B. Blockade, U-Boot-Krieg usw.). So war vielfach die Devisenpolitik der

Nationalbank dazu verurteilt, eine passive Haltung zu bewahren, da sie gegen ausländische staatliche Vorschriften und Verbote nichts ausrichten konnte. Wenn aber die Devisenpolitik nicht vollständig zum Zuge gelangen kann, wird die Währungspolitik ebenfalls in Mitleidenschaft gezogen, weil deren wichtigstes Mittel die Devisenpolitik darstellt. Wie wir im einzelnen noch sehen werden, kam öfters der Aufnahme ausländischer Anleihen und der Gewährung von Krediten an das Ausland im Rahmen der Währungspolitik jeweils dann eine grosse Bedeutung zu, wenn die Devisenpolitik der Nationalbank das gewünschte Ziel nicht erreichen konnte.

Da Wechselkursfluktuationen ihren Ursprung in Zahlungsbilanzungleichgewichten haben, also durch eine Verschiebung von Angebot an und Nachfrage nach Devisen zustandekommen, so ergeben sich daraus für die Notenbank zwei Möglichkeiten, den Wechselkurs zu manipulieren. Die eine besteht in der direkten Beeinflussung der Zahlungsbilanz, während das Noteninstitut nach der zweiten mit ihren Devisenvorräten oder mit Hilfe eines Währungsausgleichfonds auf dem Devisenmarkt interveniert. Die Nationalbank konnte den ersten Weg während der ganzen Periode fluktuierender Wechselkurse nur beschränkt begehen, weil sie praktisch nur bei der Kapitalverkehrsbilanz, insbesondere bei der Kapitalausfuhr über gewisse Interventionsmöglichkeiten verfügte. Auf andere Faktoren der Zahlungsbilanz (z. B. Handelsbilanz) konnte sie mit währungspolitischen Massnahmen nicht einwirken, es sei denn, sie hätte zur Devisenbewirtschaftung gegriffen. Der Durchführung der Devisenpolitik erwuchsen nicht nur aus den von den Kriegführenden aufgestellten Vorschriften Schwierigkeiten, sondern auch aus dem Umfang des eigenen Fremdwechsel-Portefeuilles der Nationalbank, das eine während längerer Zeit anhaltende Intervention nicht ertragen konnte.

Diese Erfahrung musste unser Noteninstitut schon bald nach Kriegsausbruch machen, als der Schweizerfranken gegenüber dem englischen Pfund und dem französischen Franc leicht entwertet war. Die Reserve an englischen Devisen musste zudem noch für den Ankauf von Gold zur Stärkung des Goldbestandes verwendet werden, so dass die Nationalbank innert kurzer Zeit ihr Fremdwechsel-Portefeuille bis auf einen gefährlichen Tiefstand entblösst hatte.

Tabelle 5
Zusammensetzung des Devisenportefeuilles 1913-1924 ¹²

Jahr	England £	Frankreich Fr.	Deutschland Mk.	Österreich Kr.	Holland Fl.	USA \$
1913	723 752	12 042 538	4 624 192	—	—	—
1914	—	8 190 574	4 507 570	—	—	—
1915	1 198 389	3 597 406	12 323 070	4 731 146	—	—
1916	1 205 131	4 126 059	7 066 521	2 100 000	—	—
1917	1 213 523	4 320 104	6 853 000	2 116 000	—	—
1918	758 668	4 278 285	5 105 261	2 100 000	—	—
1919	1 107 224	1 495 264	—	—	502 837	987 630
1920	1 239 254	68 451	—	—	500 000	—
1921	702 485	—	—	—	1 011 395	6 049 556
1922	877 496	—	—	—	—	10 283 464
1923	846 537	—	—	—	—	13 967 806
1924	1 158 032	—	—	—	—	24 936 570

Die Zusammensetzung des Devisenportefeuilles (Tabelle 5) in der Zeit von 1913 bis 1924 bringt deutlich zum Ausdruck, dass die Devisenvorräte für die ursprüngliche Aufgabe der Devisenpolitik — Intervention bei geringen Wechselkursfluktuationen als Schutz des Metallbestandes — ausreichend waren. Für Fluktuationen aber, wie sie in der Kriegs- und Nachkriegszeit beinahe zur Regel gehörten, sowie bei anhaltenden Währungsentwertungen konnten diese bescheidenen Reserven zu einem wirksamen Währungsschutz nicht genügen.

Unter diesen Umständen kam der Beeinflussung der Zahlungsbilanz durch die Aufnahme von ausländischen Anleihen und der Gewährung von Krediten an das Ausland im Rahmen der Währungspolitik eine grosse Bedeutung zu, obwohl diese Operationen nicht in erster Linie währungspolitischen Erfordernissen entsprangen. Namentlich die Anleihen, die durch den Bund in den USA aufgenommen wurden, dienten der Beschaffung lebensnotwendiger Waren und bedeuteten gleichzeitig eine Entlastung des einheimischen Kapitalmarktes. Anders als bei der Beanspruchung des französischen Marktes vor dem Krieg konnten die amerikanischen Anleihen nicht mehr in Schweizerfranken, sondern mussten in Dollars abgeschlossen werden. Das war aber lediglich für den Ri-

¹²⁾ Schwengler, W.: Die Bilanz der Schweizerischen Nationalbank 1907-1925, S. 296 ff.

sikofaktor bei Kursveränderungen bedeutungsvoll¹³, währungspolitisch hingegen war es gleichgültig, ob die Anleihe in Schweizerfranken oder in fremder Währung aufgenommen wurde, da in beiden Fällen ein Verkauf von ausländischen Devisen gegen Franken erfolgte. Indem der Bund ausländische Kredite in Anspruch nahm, konnte er damit den schädlichen Wirkungen des privatwirtschaftlichen Kapitalexportes entgegentreten, bedeuten ausländische Kredite doch Kapitalimporte.

Die währungspolitischen Wirkungen der Dollaranleihen des Bundes, wie auch der Städte Zürich und Bern, wurden, wie schon erwähnt, nicht in erster Linie erstrebt. Vergleichen wir aber den Verlauf des Wechselkurses in Figur 1 mit den aufgenommenen Anleihen, so können wir feststellen, dass eine Kursverbesserung (wenn auch nur eine vorübergehende) jeweils mit dem Zeitpunkt des Abschlusses zusammenfällt. Diese günstigen Nebenwirkungen auf das Verhältnis des Schweizerfrankens zum Dollar trugen wohl das ihre dazu bei, die zum Teil schweren Bedingungen, von denen die Kredite abhängig waren, erträglicher zu gestalten.

Tabelle 6
Schweizerische Dollaranleihen in USA

Abschluss	Schuldner	Betrag in \$	Nominalzinsfuss	\$-Kurs bei Abschluss
März 1915	Bund	15 000 000	5 %	5.35
Aug. 1919	Bund	30 000 000	5,5 %	5.50
Juli 1920	Bund	25 000 000	8 %	5.50
Okt. 1920	Stadt Zürich	6 000 000	8 %	6.25
Nov. 1920	Stadt Bern	6 000 000	8 %	6.35
Juli 1923	Bund	20 000 000	5 %	5.60
April 1924	Bund	30 000 000	5,5 %	5.75

(Schweizerische Kreditanstalt, Monatsbulletin 4/1924)

Eine grosse Belastung der schweizerischen Währungspolitik stellten die dem Ausland gewährten Kredite dar. Die privatwirtschaftliche Kreditgewährung, die am Anfang des Krieges einen beträchtlichen Umfang angenommen hatte, steht hier nicht zur

13) Dass nicht nur Kursverluste eintreten können, zeigt die erste Dollaranleihe des Bundes von 1915, die zum Teil weit unter pari abgedeckt werden konnte. — Schweizerische Kreditanstalt, Monatsbulletin 4/1924.

Diskussion, da bereits im Jahre 1915 vor den volkswirtschaftlichen Gefahren eines irrationalen Kapitalexportes gewarnt worden war¹⁴. Den kriegführenden Staaten fiel es aber nicht schwer, trotzdem zu den benötigten Krediten zu kommen. Da die Schweiz auf den Import lebensnotwendiger Güter angewiesen war, nutzten sie diese Zwangslage aus, um für die Lieferung einen hohen Umrechnungskurs zu erzwingen und machten ausserdem die Lieferung überhaupt von Kreditgewährungen abhängig.

Zuerst machte Deutschland von dieser Art der Kreditbeschaffung Gebrauch und trat mit Kompensationsforderungen für seine Lieferungen von Montanprodukten an die Schweiz heran. Anlässlich der Verhandlungen über ein neues deutsch-schweizerisches Wirtschaftsabkommen zeigten anfänglich die deutschen Verhandlungspartner kein Interesse an einer Erneuerung, da die Schweiz angeblich keine vollwertigen Gegenleistungen bieten könnte. Da die Schweiz aber auf die deutschen Lieferungen angewiesen war, äusserten die Unterhändler ihre (ursprüngliche) Absicht, eine Anleihe aufzunehmen, um damit die Entstehung ungedeckter Devisenansprüche zu vermeiden. Da der Bund ohnehin einer schweren finanziellen Belastung unterworfen war, konnte ihm die im neuen Abkommen vom 20. August 1917 vereinbarte monatliche Kreditgewährung an Deutschland von 20 Millionen Franken (§ 2 des Abkommens) nicht mehr aufgebürdet werden. Zu diesem Zweck gründete man die Schweizerische Kohlenzentrale AG. in Basel, die auf privatem Wege die Aufbringung der notwendigen Kredite zu übernehmen hatte und gleichzeitig mit der Durchführung der Rationierung des Brennmaterials beauftragt wurde¹⁵.

14) Nach einer Besprechung des Vorstehers des Volkswirtschaftsdepartementes mit dem Ausschuss der Bankenvereinigung veröffentlichte diese am 11. März 1916 ein Rundschreiben an ihre Mitglieder, in dem auf die Notwendigkeit hingewiesen wurde, die finanziellen Kräfte des Landes zusammenzuhalten. Des weiteren wurde darin den Banken nahegelegt: 1. Keine Zirkulare und Prospekte zu versenden, die dem Publikum fremde Werte anbieten. 2. Keine derartigen Zeitungsnotizen zu veranlassen. 3. Sich nicht zur Auflegung von Zeichnungslisten fremder Anleihen herbeizulassen. — Vgl. III. Neutralitätsbericht vom 15. Mai 1916, BBl. Nr. 21 vom 24. Mai 1916, Band 2, S. 603 ff.

15) Die Einzelheiten des Abkommens sind im VIII. Neutralitätsbericht des Bundesrates vom 10. September 1917 zu finden. BBl. Nr. 38 vom 19. September 1917, Band 4, S. 90 ff. — Kellenberger, E.: Kapitalexport und Zahlungsbilanz, S. 29 ff.

In Analogie zur Kohlenzentrale wurde die „Société Financière Suisse des Emprunts Etrangers S. A. Lucerne“ geschaffen, der die Aufgabe zukam, die Zahlungsmittel für Anleihen, welche die Ententemächte in der Folge in der Schweiz aufnahmen, bereitzustellen. Frankreich leitete unmittelbar nach Abschluss des deutsch-schweizerischen Wirtschafts- und Kreditabkommens ebenfalls Verhandlungen für schweizerische Kredite ein. Die Schweiz war sich bewusst, dass sie aus Gründen der Neutralität auch den Alliierten gewähren musste, was den Zentralmächten billig war, um so mehr, als Frankreich und Italien als unumgängliche Passageländer für unsere Importe aus Übersee ebenso wichtig waren wie die Lieferanten. Am 29. Dezember 1917 kam dann der Vertrag mit Frankreich zustande ¹⁶, dem bald darauf — am 20. März 1918 ¹⁶ — ein Kreditabkommen mit England folgte, während sich die Verhandlungen mit Italien bis kurz vor Abschluss der Feindseligkeiten verzögerten und erst am 1. November 1918 zu Ende geführt werden konnten ¹⁷.

Bei Kriegsende trat nicht sofort eine Rückkehr zu den Verhältnissen ein, die vor Kriegsausbruch geherrscht hatten. Die Schweizerische Nationalbank war immer noch gezwungen, ihre Währungspolitik nach den Verhältnissen des Auslandes zu richten. Eine dauernde Stabilisierung unserer Währung war solange nicht möglich, als die wichtigsten ausländischen Währungen weiterhin einer festen Grundlage entbehrten und einer andauernden Inflation unterworfen waren. An verschiedenen internationalen Finanz- und Wirtschaftskonferenzen, unter denen der von Genua im Jahre 1922 die grösste Bedeutung zugesprochen werden kann, wurde versucht, den europäischen Wiederaufbau und die allgemeine Rückkehr zum Goldstandard zu fördern ¹⁸.

Als Folge davon konnte die schweizerische Währungspolitik mit einer vermehrten Arbitrage-tätigkeit wieder aktiver betrieben werden, um so mehr, als der Wechselkurs des Schweizerfrankens durch einen stark vermehrten Kapitalexport in ungünstigem Sinn

16) X. Neutralitätsbericht vom 24. Mai 1918, BBl. Nr. 22 vom 29. Mai 1918, Band 3, S. 111 ff.

17) XI. Neutralitätsbericht vom 2. Dezember 1918, BBl. Nr. 50 vom 4. Dezember 1918, Band 5, S. 215 ff. — Kellenberger, E.: Kapitalexport und Zahlungsbilanz, S. 36 ff.

18) Die finanziellen Probleme der Konferenz von Genua, Schweizerischer Bankverein, Bericht Nr. 5, 1922.

beeinflusst wurde und deshalb auch einer stärkeren Intervention bedurfte. Ausserdem strömten, nachdem das drohende Gespenst der Vermögensabgabe diese Bewegung ausgelöst hatte, schweizerische Banknoten aus dem Ausland zurück und belasteten den einheimischen Geldmarkt, den die Nationalbank durch Operationen auf dem offenen Markt — indem sie zusätzliche Reskriptionen des Bundes rediskontierte — zu entlasten trachtete. In enger Zusammenarbeit zwischen Nationalbank und Finanz- und Zolldepartement wurde versucht, der gesteigerten Dollarnachfrage, die durch die Vermögensabgabe-Initiative ausgelöst und durch die deutschen und österreichischen Fluchtgelder noch unterstützt wurde, zu steuern. Das Finanz- und Zolldepartement, das entschlossen und rasch durchgreifen wollte, musste die Nationalbank sowohl von der Dringlichkeit dieser Massnahmen, als auch vom Ungenügen der bis dahin ergriffenen überzeugen. Schliesslich bot das Noteninstitut grosse Mengen von Reskriptionen und Dollars auf dem Markte an und begann, Gold zu exportieren. Diesen Interventionen blieb der Erfolg nicht versagt, zumal die letzte Dollaranleihe des Bundes diese Bestrebungen zu unterstützen vermochte. Der Schweizerfranken konnte die Parität mit dem Dollar und dem Gold in der Folge wieder erreichen und gleichzeitig war auch der wirtschaftliche Gleichgewichtszustand wieder hergestellt, der für die Aufrechterhaltung der Goldparität notwendig ist¹⁹.

5. Die Goldpolitik in der Kriegs- und Nachkriegszeit

Um ein vollständiges Bild der Periode fluktuierender Wechselkurse zu erhalten, müssen wir auch nach der Goldpolitik der Nationalbank fragen. Die Goldpolitik muss in diesem Zusammenhang Erwähnung finden, verstehen wir doch allgemein darunter jene Massnahmen, die mit der Diskont- und Devisenpolitik zusammen die Mitter der Währungspolitik ausmachen. Im speziellen hat die Goldpolitik zwei Aufgaben, eine innere und eine äussere zu erfüllen. Es steht ihr zu, sowohl den inneren Geldbedürfnissen und der Notendeckung, als auch dem Goldbedarf für zwischenstaatlichen Finanzausgleich zu genügen.

Bis zum Kriegsausbruch hatte die Nationalbank in ihrer Gold-

19) Kellenberger, E.: Kapitalexport und Zahlungsbilanz, S. 157 ff.

politik freie Hand. Je mehr sich aber die politische Lage verschlechterte, um so schwieriger gestaltete sich die Durchführung, da ihr von seiten des Auslandes, das für seine finanzielle Kriegsbereitschaft selbst einen grossen Goldbedarf aufwies, der Goldankauf bald verunmöglicht wurde. Wie im Ausland musste die Goldpolitik auch in der Schweiz eine weitgehende Beschränkung erfahren, indem die internationale Freizügigkeit verloren ging und einem staatlichen Interventionismus Platz machte. Aber nicht nur die externe Funktion als intervalutarisches Zahlungsmittel ging ihrer ursprünglichen Stellung verlustig, sondern mit der Aufhebung der Noteneinlöschungspflicht und dem Verschwinden des Goldes aus der Zirkulation veränderte sich auch die interne Bedeutung, die nun auf die Notenreserve beschränkt blieb. Mit dem Wegfall der Stabilisierung der Wechselkurse durch den Goldautomatismus blieben die Goldtransaktionen trotzdem nicht aus, wie wir im einzelnen noch feststellen werden. Doch die Goldimporte, die vor Kriegsausbruch durch die Goldankaufspolitik der Nationalbank ausgelöst wurden, hingen vom Gutdünken und von währungspolitischen Überlegungen der kriegführenden Staaten ab.

Tabelle 7

Der Goldverkehr der Schweiz mit dem Ausland

Im Durchschnitt der Jahre	(in Millionen Franken)						Mehr-	
	Münzen	Einfuhr Barren	Total	Münzen	Ausfuhr Barren	Total	Einfuhr	Ausfuhr
1889/93	12,6	13,5	26,1	6,1	3,7	9,8	16,2	•
1894/98	19,1	26,4	45,5	18,2	5,7	23,9	21,6	•
1899/03	21,3	33,2	54,5	20,8	5,0	25,8	28,7	•
1904/08	35,1	38,0	73,1	24,0	8,5	32,5	40,6	•
1909/13	14,6	54,7	69,3	25,6	4,0	29,6	39,7	•
1914	16,5	42,0	58,5	3,6	2,5	6,1	52,4	•
1915	15,8	0,9	16,7	0,5	1,2	1,7	15,0	•
1916	117,8	0,7	118,5	—	0,8	0,8	117,7	•
1917	35,1	0,9	36,0	2,0	0,8	2,8	33,2	•
1918	80,5	4,1	84,6	1,0	0,4	1,4	83,2	•
1919	39,1	18,3	57,4	—	0,1	0,1	57,3	•
1920	6,9	32,6	39,5	0,01	1,9	1,9	37,6	•
1921	433,1	42,2	475,3	—	376,2	376,2	99,1	•
1922	153,1	26,6	179,7	7,6	72,4	80,0	99,7	•
1923	159,3	13,6	172,9	50,6	43,7	94,3	78,6	•
1924	9,3	13,3	22,6	69,1	60,6	129,7	•	107,1

(Statistisches Handbuch des schweizerischen Geld- und Kapitalmarktes, Zürich 1944)

Tabelle 8

Goldbestand der Nationalbank

(Monatsdurchschnitte in 1000 Franken)

(ϕ = Jahresdurchschnitt)

	1914	1915	1916	1917	1918	1919	1920	1921	1922	1923	1924
Jan.	170 467	238 216	251 685	344 361	360 119	413 328	520 075	542 953	550 359	535 439	537 003
Febr.	170 287	239 741	252 883	343 762	364 836	410 993	529 121	543 109	547 971	531 715	536 445
März	169 691	239 664	252 620	343 372	369 217	412 588	528 727	543 323	547 051	532 556	533 718
April	169 793	240 905	257 871	342 653	374 860	419 178	529 841	543 522	544 575	533 573	536 289
Mai	170 557	240 598	256 859	342 061	377 594	435 076	530 904	543 723	543 776	535 220	530 563
Juni	174 548	240 303	255 265	340 745	383 404	464 479	532 589	543 962	537 885	530 602	515 951
Juli	181 271	240 025	269 355	339 768	382 988	468 219	536 682	544 251	523 503	525 147	505 702
Aug.	208 619	240 460	272 876	343 571	384 793	467 662	540 292	544 476	514 935	526 310	505 446
Sept.	220 833	241 458	286 973	343 520	382 925	468 118	540 333	544 683	506 731	526 734	505 011
Okt.	229 297	243 599	287 374	349 989	381 209	473 669	540 715	544 832	513 096	527 344	505 058
Nov.	241 150	246 676	291 117	350 319	379 458	478 365	540 920	545 001	528 523	537 381	505 418
Dez.	237 771	248 791	332 420	354 055	391 701	514 326	542 203	547 032	534 127	537 181	505 650
ϕ	195 440	241 703	272 275	345 681	377 759	452 167	534 367	544 239	532 378	531 600	523 521

(Statistisches Handbuch des schweizerischen Geld- und Kapitalmarktes, Zürich 1944)

Wenn wir die Zahlen der schweizerischen Goldexporte und -importe (Tabelle 7) mit den Werten des Goldbestandes der Nationalbank (Tabelle 8) vergleichen, so fällt uns auf, dass bei einem Einfuhrüberschuss von 566,7 Millionen Franken seit 1914 der Goldbestand von 1914 bis zu seinem höchsten Monatsdurchschnitt (im Januar 1922) sich nur um 354,9 Millionen bzw. bis 1924 bloss um 328,1 Millionen Franken vermehrt hat. Daraus kann ohne weiteres geschlossen werden, dass ein grosser Teil des Importüberschusses nicht der Nationalbank, sondern Privaten — namentlich Banken — zugeflossen ist.

Während des Kriegs war die Nationalbank bestrebt, den Goldvorrat des Landes bei ihr zu konzentrieren. Diese Bestrebungen wurden von Staats wegen unterstützt. Die erste Massnahme, die Befreiung der Notenbank von der Einlösungspflicht, haben wir schon erwähnt. Zu Beginn des Krieges, als der Schweizerfranken gegenüber dem französischen Franc und dem englischen Pfund entwertet war, blühte ein ausgedehnter Agiohandel, dem der Bundesrat am 13. März 1915 durch ein Verbot ein Ende zu bereiten suchte¹. Der BRB beschränkte sich auf die Gold- und Silberkurantmünzen der Lateinischen Münzunion und auf die belgischen, französischen und schweizerischen Silberscheidemünzen. Kurz vor Kriegsende, am 9. Juli 1918, dehnte der Bundesrat das Agiohandelsverbot auf sämtliche Goldmünzen aus und setzte gleichzeitig die Höchstpreise für die in Betracht fallenden Goldmünzen nach ihrem paritätischen Wert fest². Trotz diesem Verbot hielt die Abwanderung von Gold ins Ausland an. Nachdem Frankreich aber als letztes unserer Nachbarländer im Sommer 1915 ein Goldausfuhrverbot erlassen hatte, brauchte die Schweiz keine weiteren Rücksichten mehr zu nehmen und verbot die Ausfuhr von reinem oder legiertem Gold ebenfalls³.

Dass der Goldimport vorwiegend vom Ausland abhängig war, zeigte sich deutlich im Jahre 1916, das entgegen aller Erwartungen der Nationalbank nur eine minimale Goldausfuhr bei einer überraschend grossen Einfuhr aufzuweisen hatte⁴. Es handelte sich dabei um deutsche und österreichische Goldmünzen, mit denen

1) BRB vom 13. März 1915; AS Nr. 9 vom 17. März 1915.

2) BRB vom 9. Juli 1918; AS Nr. 42 vom 10. Juli 1918.

3) BRB vom 16. Juli 1916; AS Nr. 26 vom 16. Juli 1915. — Kellenberger, E.: Das Münzwesen und seine Reform, S. 35 ff.

schweizerische Warenlieferungen bezahlt wurden. So erfreulich diese Stärkung der Notenreserve zu sein schien, bargen aber diese Importe in Wirklichkeit eine grosse Gefahr einer Goldinflation in sich. Mit zunehmender Notenreserve stieg auch die Notenmenge und vermehrte in gleichem Mass die umlaufenden Zahlungsmittel. Goldsendungen aus dem Ausland, mit denen unsere Warenlieferungen bezahlt wurden, hatten ausserdem eine Leerung unserer Lager zur Folge, wofür kein Ersatz zu erhalten war. Deshalb stieg nicht nur die umlaufende Geldmenge an, sondern die monetäre Gesamtnachfrage wurde grösser als das monetäre Gesamtangebot, so dass unweigerlich eine inflatorische Lücke auftreten musste. Um dieser Situation Herr zu werden, befürwortete die Nationalbank ein Goldimportverbot oder eine Befreiung von der Ankaufspflicht von Gold, da sie sonst über keine Mittel verfügte, der ausländischen Goldflut und damit dem Inflationsdruck wehren zu können. Das Goldeinfuhrverbot wurde aber nicht erlassen, da es den Anschein hatte, der Bund ziehe trotz allem das Gold vor. Kellenberger äusserte sich in einer akademischen Vorlesung dazu: „Das Gold war früher kraft seiner internationalen Gangbarkeit die Verkörperung ausländischer Kaufkraft, eine Anweisung auf einen bestimmten Betrag ausländischer Waren nach freier Wahl... Diese Kaufkraft kann gegenwärtig nicht von uns ausgenützt werden. Das Gold ist heute ein Wechsel auf die Zukunft, also ein langfristiges Wertpapier! Es unterscheidet sich von anderen ausländischen Wertpapieren und Bankguthaben nur darin, dass es zinslos ist... Das Gold war und ist in seiner Rolle als internationales Tauschmittel verlustig gegangen, weil die Nationen zum Tauschhandel zurückgekehrt sind. Weder die kriegführenden noch die neutralen Staaten begehren Gold vom Ausland zu erhalten. Im Kompensationsverkehr verlangt niemand Gold, sondern Rohstoffe, Lebensmittel und gewisse Fabrikate, alles Güter von unmittelbarem Nutzen, einzutauschen. Nur äussersten Falles, wenn kein anderes Entgelt dargeboten werden kann, sind die neutralen Staaten bereit, Wertpapiere oder Gold an Zahlungsstatt für die von ihnen exportierten Waren anzunehmen.“ Kellenberger weist auf die skandinavischen

4) A. Burckhardt, der Präsident des Direktoriums bestätigte an der Generalversammlung der Nationalbank von 1917 erstmals, dass diese Goldimporte ohne Zutun des Noteninstituts erfolgt seien. — NZZ Nr. 660.

Notenbanken hin, die der Verpflichtung enthoben worden waren, Gold gegen Banknoten anzukaufen und fährt fort: „In der Schweiz sind die massgebenden Organe noch nicht zur Überzeugung gelangt, dem weiteren Anschwellen des Notenvorrates bei der Nationalbank, der sich seit Kriegsbeginn verdoppelt hat, sei Einhalt zu gebieten... Anstatt im Notfalle bereit zu sein, einen Teil oder schlimmstenfalls die ganze Goldreserve zur Bezahlung eines unentbehrlichen Imports, der anders nicht beglichen werden kann, ans Ausland abzugeben und damit ein plötzliches Emporschnellen der Wechselkurse auf das Ausland zu verhüten, erklärte man, das Vorhandensein der Goldreserve verbürge das Vertrauen des In- und Auslandes in die einheimische Währung und verhindere deren Entwertung. Das Mittel wurde zum Zweck erhoben... Zu alledem vergass man vollständig, dass das Preisniveau einzig und allein vom Geldangebot und von der Geldnachfrage abhängig ist und die Verkettung der Währungssysteme mit dem Gold nur den einen Sinn hat, wie schon Ricardo erkannt hatte, das Geldangebot zu beschränken... Die sogenannte ‚Deckung‘ übt nur die Funktion einer Warnungstafel vor zu grosser Geldemission aus“⁵.

Die Lösung dieses Dilemmas ergab sich von selbst, als im folgenden Jahr Deutschland mit seinen Kreditforderungen an die Schweiz herantrat. Die Kapitalexporte, die dann in der Form von Währungskrediten den Weg ins Ausland fanden, ermöglichten es den Kreditnehmern, ihren Verpflichtungen gegenüber der Schweiz nicht mehr in Gold nachkommen zu müssen. Die Goldeinfuhr nahm in der Tat bis Ende des Krieges keine solchen Formen mehr an⁶.

Das Goldproblem der Nachkriegszeit zeigte einen wesentlich anderen Charakter. Die Goldankäufe konnten wieder leichter getätigt werden, nachdem im Jahre 1919 zuerst die Vereinigten Staaten und dann England den Goldhandel von den Vorschriften aus der Kriegszeit befreiten. Damit stand der Nationalbank die Möglichkeit wieder offen, die Goldpolitik in vermehrtem Mass in den Dienst der einheimischen Währung zu stellen. Die Wirkungen aus der Befreiung des Goldhandels konnte aber auch der Wechselkurs erfahren, als er im Spätherbst 1921 die Goldparität erreichen

5) Kellenberger, E.: Richtlinien für eine schweizerische Währungsreform. Zeitschrift für schweizerische Statistik und Volkswirtschaft, 1917, Seite 359 ff.

6) Kellenberger, E.: Kapitalexport und Zahlungsbilanz, S. 79 ff.

und um ein Weniges überschreiten konnte. Es war dem Franken aber nicht möglich, die Haussetendenz weiter beizubehalten, da sie durch Goldimporte zum Stillstand gebracht wurde. Kurze Zeit später musste der Franken nochmals eine Entwertung gegenüber dem Dollar erfahren, deren Ursachen uns schon bekannt sind (S. 15/16).

Die grosse Dollarnachfrage, die den Auftrieb der amerikanischen Währung verursacht hatte, wurde nicht zu einem kleinen Teil aus spekulativen Momenten gefördert. Die Flucht in den Dollar, ausgelöst durch die Initiative über die Vermögensabgabe, hielt auch nach dem positiven Ausgang der Kampagne an. Die übermässige Geldflüssigkeit, die nicht zu Zahlungen an die Notenbank herangezogen werden konnte, verlangte Massnahmen, die sowohl die Nachfrage nach Geld erhöhten, als auch die Nachfrage nach Dollar eindämmten. Wie an anderer Stelle schon gezeigt wurde, konnte die Nationalbank mit Operationen auf dem offenen Markt die Geldmenge verkleinern. Allerdings verhielt sich die Notenbank zaudernd und ein spürbarer Erfolg trat erst ein, als das Finanz- und Zolldepartement eine umfassendere Intervention verlangte. Das gleiche ist von der Goldpolitik der Nationalbank zu sagen, die im Verein mit der Devisenpolitik die Überwertung des Dollars bekämpfen sollte. Erst nach langen Verhandlungen zwischen dem Finanz- und Zolldepartement und der Nationalbank liess sie sich überzeugen, Goldexporte und Dollarverkäufe grösseren Stils vorzunehmen⁷.

In der Nachkriegszeit wurde die Goldpolitik der Nationalbank aber noch von anderen Ereignissen berührt. Wenn wir uns die Zusammenstellung des Goldverkehrs der Schweiz mit dem Ausland (Tabelle 7) ansehen, so fällt uns auf, dass in den Jahren 1921-1923 ein reger Import und Export geherrscht hat. Ausserdem fällt uns auf, dass vorwiegend Goldmünzen importiert, hingegen Goldbarren exportiert wurden. Die Erklärung dafür finden wir in zwei nach Zeit und Charakter wesentlich verschiedenen Ursachen:

a) Zustrom russischer Goldstücke in den Jahren 1921/22.

b) Zustrom aus Deutschland und Österreich im Jahre 1923.

Die Einfuhr russischer Goldstücke war auf die rege Arbitrage-tätigkeit schweizerischer Banken zurückzuführen. Die Goldrubel,

7) Kellenberger, E.: Kapitalexport und Zahlungsbilanz, S. 157 ff.

die zum grössten Teil aus Schweden kamen, wurden in der Schweiz auf einen bestimmten Feingehalt umgeschmolzen und unter Ausnützung des hohen Dollarkurses mit Bewilligung des Bundes nach den USA exportiert. Als aber im Spätherbst 1921 der Franken die Parität mit dem Dollar erreichte, wurde die Goldbarrenaufuhr unlohnend. Die Banken begannen deshalb die Barren in schweizerische Goldmünzen ausprägen zu lassen. Da aber die schweizerische Münzstätte diesen grossen Aufträgen nicht gewachsen war, half die Nationalbank aus, indem sie Münzen aus ihrer Notenreserve gegen Barren eintauschte. Obwohl es sich dabei lediglich um einen Goldtausch handelte (Barren gegen Münzen und nicht etwa Einlösung von Banknoten gegen Gold), so war es doch das erstemal seit der Befreiung von der Einlösungspflicht, dass die Nationalbank an ihren Schaltern Gold in Umlauf setzte. Dieser Zustand hielt aber nicht lange an. Das erneute Ansteigen des Dollars veranlasste die schweizerischen Banken, ihre Prägungsaufträge zu sistieren, um die Barren anderweitig und günstiger zu verwenden. Die Abstimmungskampagne über die Vermögensabgabe bereitete die Goldzirkulation ebenfalls ein Ende, da die ausgegebenen Goldmünzen gehortet wurden oder den Weg ins Ausland fanden⁸.

Der Goldmünzenimport aus Österreich und vor allem aus Deutschland im Jahre 1923 betraf weder die Zahlungsbilanz noch erfolgte er aus goldpolitischen Motiven. Es handelte sich dabei um ein Depot, das bei der Nationalbank errichtet wurde, die demnach nur als Verwalterin, nicht aber als Kreditgeberin in Beschlag gelegt wurde⁹.

Im Zusammenhang mit der Frage der Goldpolitik müssen die Golddepots im Ausland kurz erwähnt werden. Die Errichtung von Golddepots im Ausland begann im Jahre 1914 als Massnahme der Nationalbank gegen die wachsenden Schwierigkeiten, die dem Goldimport bereitet wurden. Die Speisung der Golddepots dürfte in den wenigsten Fällen aus den Reserven der Nationalbank erfolgt sein, als aus anderen Quellen, wie z. B. aus dem Ertrag der Dollaranleihen und durch Gold, das ursprünglich zum Import bestimmt war¹⁰. Die Nationalbank war so in der Lage, Transportschwierig-

8) Weisskopf, E.: Das schweizerische Münzwesen von seinen Anfängen bis zur Gegenwart, S. 167 ff.

9) Schweizerische Bankgesellschaft, Bericht Nr. 7, August 1923.

10) Im Jahre 1919 wies die Nationalbank ein Golddepot von 63,878

keiten aus dem Wege zu gehen und konnte ausserdem Goldverkäufe zu währungspolitischen Zwecken aus ihren Depots tätigen. Nach der Konferenz von Genua war nicht nur die Nationalbank, sondern auch ausländische Notenbanken bestrebt, im Hinblick auf eine engere wirtschaftliche Zusammenarbeit, gegenseitige Golddepots zu unterhalten, um Goldverschiebungen auf ein Mindestmass beschränken zu können.

Abschliessend können wir festhalten, dass die Nationalbank bestrebt war, eine Goldpolitik zum Schutz der einheimischen Währung zu betreiben. Sie war aber vielfach zu einer Passivität verurteilt und war abhängig von Massnahmen der kriegführenden Staaten. Der gute Wille der Nationalbank kann nicht abgesprochen werden, aber die ihr zur Verfügung stehenden Fragmente dessen, was unter Goldpolitik verstanden wird, genügten nicht, um eine ausreichende Goldpolitik betreiben zu können.

Millionen Franken aus (siehe Jubiläumsschrift der Nationalbank 1907-1932, Tab. 8, S. 466). Die gesamte Goldausfuhr der Schweiz belief sich aber nur auf rund 100 000 Franken.

DIE ZEITGENÖSSISCHE STELLUNG- NAHME ZU DEN FLUKTUIERENDEN WECHSELKURSEN VON 1914-1924

Bis jetzt haben wir uns lediglich damit beschäftigt, den Übergang zu den fluktuierenden Wechselkursen und den Untergang des Goldstandards kennen zu lernen. Damit zusammenhängend drängte sich die Frage nach den Ursachen der Wechselkursfluktuationen auf, und diese wiederum verlangte eine Übersicht über die Währungspolitik, die während der Periode fluktuierender Wechselkurse betrieben wurde.

Die Entwicklung des schweizerischen Währungssystems fusste auf den Grundlagen der liberalen Staats- und Wirtschaftsauffassung. Damit hatte sich die Schweiz im geldtheoretischen Meinungsstreit, der, auf Ricardos Quantitätstheorie des Geldes basierend, in der ersten Hälfte des 19. Jahrhunderts zwischen dem Currencyprinzip, das den Geldcharakter der Banknote verfocht¹, und dem Bankingprinzip, das den Kreditcharakter der Banknote betonte, entstanden war, für das Bankingprinzip entschieden, was in der Bundesverfassung seinen Niederschlag fand². Dieser Standpunkt, wonach die Banknote nicht Zahlungsmittel sondern Kreditmittel ist und demnach von der Notenbank als Geldsurrogat jederzeit gegen gesetzliche Zahlungsmittel eingelöst werden muss, wurde dadurch noch gefestigt, dass die Nationalbank die Notenemission den Bedürfnissen des Verkehrs, das heisst den zum Diskont eingereichten Wechseln anzupassen hat³.

1) Das Currencyprinzip war der Ausgangspunkt für G. F. Knapp, der in seiner staatlichen Theorie des Geldes die Ansicht vertritt, der Staat allein schaffe das Geld, der staatliche Rechtsakt genüge zur Geldschöpfung und die Substanz, die das Geld darstelle, sei bedeutungslos. Die Freigeldlehre, von der an anderer Stelle die Rede sein wird, hat diese Meinung übernommen.

2) Art. 39 BV.

3) Bachmann, G.: Währung und Notenbank; Auszug aus dem Referat an die Zürcher volkswirtschaftliche Gesellschaft, 15. November 1926.

Die Goldwährung und die Freiheit des Goldverkehrs als Fundament des internationalen Zahlungsverkehrs bildeten die Grundlage der liberalen Wirtschaftsauffassung der Vorkriegszeit. Die kontinuierliche Entwicklung der internationalen wirtschaftlichen Beziehungen und die prosperierende Bewegung zu wirtschaftlichem Wohlstand jedes Landes, das am Weltmarkt teilhatte, liess den Goldstandard und die liberale Wirtschaftsordnung zu einer Selbstverständlichkeit werden, so dass der Goldstandard zu einer Orthodoxie und der wirtschaftliche Liberalismus zur offiziellen Ideologie sich entwickeln konnten.

Der Zusammenbruch der multilateralen Verflechtungen des Weltmarktes und die unmittelbare Nationalisierung der Geld- und Warenmärkte sowie die Unmöglichkeit des Weiterbestehens der Goldwährung bei Kriegsausbruch standen dem zur Selbstverständlichkeit gewordenen diametral gegenüber. Die Währungs- und Wirtschaftspolitik jedes Landes waren vor neue Voraussetzungen gestellt. Die Mächte, die am Krieg beteiligt waren, stellten ihre Währungs- und Wirtschaftspolitik ganz in den Dienst der Kriegführung, und die Neutralen waren in ihren Entscheidungen weitgehend von den Interessen der Kriegführenden abhängig. Das galt vor allem für die Schweiz, für die wirtschaftliche Beziehungen zum Ausland lebensnotwendig waren.

Es ist deshalb nicht verwunderlich, dass nach dem Übergang zur Papierwährung und zu fluktuierenden Wechselkursen nicht nur aus Bankkreisen, sondern auch aus anderen Wirtschaftsgebieten sich Stimmen vernehmen liessen, um zum Problem der schweizerischen Währung und zur Währungspolitik Stellung zu beziehen. Die Währung, die unter dem Goldstandard dem Automatismus gehorcht und somit kaum Anlass zu Diskussionen geboten hatte, war nun plötzlich in den Mittelpunkt des Interesses gerückt worden und jedermann verfolgte den Stand unserer Wechselkurse.

Es wird nun im Folgenden unsere Aufgabe sein, uns mit den verschiedenen Ansichten, die sowohl zum Problem der fluktuierenden Wechselkurse, als auch zur Währungspolitik der Nationalbank geäussert und vertreten wurden, zu befassen.

1. Die Behörden

Die Bundesverfassung der schweizerischen Eidgenossenschaft unterstellt die Währungspolitik im weitesten Sinn, die Festsetzung der Geldeinheit und die Bestimmung der Wertrelation den Kompetenzen des Bundes. Es ist deshalb verständlich, dass in erster Linie die Behörden zum Problem der fluktuierenden Wechselkurse Stellung genommen haben. In unserer Betrachtung müssen wir allerdings eine Trennung zwischen Kriegs- und Nachkriegszeit vornehmen, weil die wirtschaftlichen Bedingungen der Kriegszeit sich von denen der Nachkriegszeit wesentlich unterscheiden.

A. Die Stellungnahme der Behörden in der Kriegszeit von 1914 bis 1918

Mit dem Kriegsausbruch waren die Voraussetzungen gegeben, die dem Bund erlaubten, in Notzeiten zum Schutz der einheimischen Währung gewisse Massnahmen zu ergreifen. Als am 30. Juli 1914 der Bundesrat die Nationalbank ermächtigte, 20-Franken-Banknoten auszugeben und gleichzeitig für sämtliche Noten der Nationalbank die Einlösungspflicht aufhob und die Banknoten damit zum definitiven Geld erklärte, unternahm er diesen Schritt, um dem Noteninstitut die Erfüllung seiner Aufgaben zu ermöglichen. In der Botschaft des Bundesrates an die Bundesversammlung heisst es deswegen:

„Diese Massnahmen werden den Zweck erreichen, den Metallvorrat, über den die Bank verfügt, wirksam zu schützen und ihr die Emissionskraft ungeschmälert zu erhalten, um ihr so die Möglichkeit zu geben, den Bedürfnissen des Landes gerecht zu werden“¹.

Damit war der Bundesrat dem Beispiel des Auslandes gefolgt, das seinen Goldvorrat zurückhalten musste, um ihn in den Dienst der Kriegführung stellen zu können. Da aber der Krieg nicht nur an die unmittelbar daran beteiligten Länder, sondern auch an die Neutralen seine Anforderungen stellte, war die Massnahme, die Währung vom Gold zu lösen, um so das Gold für andere Bedürfnisse freizubekommen, notwendig.

1) BBl. Nr. 31 vom 5. August 1914, Bd. IV, S. 6.

Der Übergang zur Papierwährung und zu fluktuierenden Wechselkursen, der damit vollzogen war, öffnete einer interventionistischen Währungspolitik die Tür. Die Interventionen in der Wirtschaft liessen nicht lange auf sich warten und schon am 3. August 1914 wurde durch Bundesbeschluss dem Bundesrat Vollmacht erteilt „zur Vornahme aller Massnahmen, die für die Behauptung der Sicherheit, Integrität und Neutralität der Schweiz und zur Wahrung des Kredits und der wirtschaftlichen Interessen des Landes erforderlich werden“². Die Behörden waren sich bewusst, dass diese ausserordentlichen Vollmachten dem liberalen Empfinden und Denken fremd waren. Da es sich aber um eine Notlage handelte, zögerte man nicht, etwas Ungewohntem zuzustimmen. Der Präsident der nationalrätlichen Finanzkommission bemerkte dazu in der Diskussion am 3. August im Rate: „Ob dem Bundesrat oder der Bundesversammlung dieses Kompetenz zukommt, haben wir in diesem Moment nicht zu erörtern. Wir haben bloss anzuerkennen, dass der Bundesrat bei der ausserordentlichen Lage die nötige Überlegungskraft und Entschlussfähigkeit gehabt hat, so zu handeln“³.

Unter den neuen Verhältnissen drängte sich die Beschaffung der notwendigen Zahlungsmittel in den Vordergrund, da die aus dem Verkehr gezogenen goldenen Umlaufmittel eine fühlbare Lücke hinterliessen, die geschlossen werden musste. Der Bundesrat äusserte sich dazu in seinem Bericht an die Bundesversammlung: „Erfahrungsgemäss ist beim Eintritt von politischen Krisen die Nachfrage nach Zahlungsmitteln stets eine sehr grosse, weil ängstliche Leute glauben, erhebliche Vorräte an Barschaft aufspeichern zu müssen. Am meisten wird das Hartgeld begehrt, da in solchen Zeiten in den weitesten Kreisen der Bevölkerung das Zutrauen in die bestfundierte Banknoten stark erschüttert ist... Diese auf den Geldverkehr so ungünstig einwirkende Erscheinung macht sich namentlich in Ländern wie der Schweiz stark fühlbar, wo man sich im allgemeinen noch viel zu wenig des Check- und Giroverkehrs zu bedienen weiss. Es waren deshalb auch verschiedene Massnahmen angeordnet und durchgeführt worden, um einem eventuellen Mangel an Zahlungsmitteln und zwar sowohl an Hartgeld als auch an Papiergeld, vorzubeugen“⁴.

2) BBl. Nr. 31 vom 5. August 1914, Bd. IV, S. 9.

3) NZZ Nr. 1142 vom 1. August 1924.

4) I. Neutralitätsbericht des Bundesrates vom 3. August 1914, S. 45.

Die Gestaltung des schweizerischen Wechselkurses war, wie wir wissen, nicht allein von schweizerischen Entscheidungen, sondern weitgehend von ausländischen Faktoren abhängig, die unsere Zahlungsbilanz zu beeinflussen vermochten (siehe S. 8 ff.). Aber nicht nur in währungspolitischen Belangen, sondern auch in wirtschaftlicher Hinsicht übte das kriegsführende Ausland seinen Einfluss, ja auch seinen Druck auf die Schweiz aus. Während der ganzen Kriegsdauer bestand die wichtigste Aufgabe der Behörden darin, der Schweiz die lebensnotwendigen Güter beschaffen zu können, was aber sehr oft nur dank weitgehender Kompromisse und währungspolitischer Massnahmen möglich wurde.

Da der Bund zur Bewältigung dieser Aufgaben ausserordentliche Mittel benötigte, war er gezwungen, auch ausländische Kredite zu beanspruchen, die zugleich auf dem Zahlungsmittelmarkt den Schweizerfranken entlasten konnten. „Unter diesen Umständen ist es nicht zu verwundern“, berichtete der Bundesrat, „dass der Kredit wieder in Anspruch genommen werden musste. Mittels Beschluss vom 1. März 1915 nahmen wir in den Vereinigten Staaten von Nordamerika eine Anleihe auf im Betrage von 15 Millionen Dollar zur Bezahlung des dort gekauften und noch anzukaufenden Getreides und um zugleich der Steigerung des Dollarkurses entgegenzuwirken (siehe Tabelle 6)⁵. Da aber nicht nur der Bund, sondern auch die Bundesbahnen, die Kantone und Gemeinden vermehrte Bedürfnisse am Geld- und Kapitalmarkt geltend machten, versuchten die Behörden, den „irrationalen“ Kapitalexport zu unterbinden⁶. Das sollte aber nicht nur aus Gründen des augenblicklichen grösseren Kapitalbedarfes im Inland geschehen, sondern auch um einer finanziellen Vorbereitung auf den Frieden willen, in der Meinung, aus diesen Mitteln den Nachholbedarf decken zu können. Kellenberger ist zwar der Ansicht, diese Abneigung gegen Kapitalexporte sei weniger des eigenen Kapitalbedarfes wegen entstanden, als vielmehr deswegen, um dem Ausland — im Hinblick auf zukünftige Kompensationskredite — zum vornherein zu verstehen zu geben, dass Kredite nur unter Gegenleistungen zu erwarten seien⁷.

5) III. Neutralitätsbericht des Bundesrates vom 15. Mai 1916, S. 58.

6) Ebenda, S. 71 ff.

7) Kellenberger, E.: Kapitalexport und Zahlungsbilanz, S. 59 ff.

Diese Ansicht Kellenbergers findet ihre Bestätigung im folgenden Jahr, als die Behörden anlässlich des Kohleabkommens mit Deutschland vom 20. August 1917 zur Kreditgewährung in Form von Kompensationskrediten bereit sind. Die starke Überbewertung des Frankens gegenüber den Währungen des Auslandes bestärkte ihren Entschluss, erhofften sie doch damit gleichzeitig dem schweizerischen Export neuen Auftrieb zu verschaffen. Im Bericht an die Bundesversammlung heisst es darüber: „Wirtschaftlich glauben wir die Gewährung eines solchen Kredites an Deutschland verantworten zu können. Die schweizerische Valuta steht bekanntlich gegenwärtig wesentlich höher als diejenige der kriegführenden Staaten. Darin kommt die Tatsache zum Ausdruck, dass das Ausland bei uns mehr Zahlungen zu leisten hat als wir dort. Infolgedessen war für uns, wie zuverlässige Aufstellungen erweisen, eine Gefahr nicht vorhanden, dass der von uns einzuräumende Kredit einen effektiven Goldexport zur Folge habe; gegenteils wird auch unter solchen Verhältnissen vermutlich unsere Zahlungsbilanz mit Deutschland noch aktiv verbleiben. Dazu kommt nun, dass unser Land an unsern heutigen Valutaverhältnissen kein wirtschaftliches Interesse hat; denn diese erschweren, ja verhindern unsern Export und provozieren in den Ländern, mit denen wir in lebhaften wirtschaftlichen Beziehungen stehen. Einfuhrverbote. Danach kann die Eröffnung dieses Kredites, wenn er eine weitere Entwertung der deutschen Valuta verhindert, in seinen wirtschaftlichen Folgen nicht als für unser Land schädlich bezeichnet werden“⁸. Im gleichen Bericht des Bundesrates wird ebenfalls darauf hingewiesen, dass bei den Alliierten die analogen Verhältnisse bestimmend seien. Der Bundesrat war sich aber auch bewusst, dass der hohe Stand des Schweizerfrankens nicht von Dauer sein werde, und dass unser Wechselkurs kein zuverlässiger Gradmesser für die schweizerische finanzielle Leistungsfähigkeit bedeute⁹. Dass unsere Behörden nur dann gewillt waren, Kredite zu gewähren, wenn Gegenleistungen geboten wurden, bestätigte sich erneut im Jahre 1918: „Wie bei den früheren Kreditabkommen, so war für uns auch bei den Verhandlungen mit England die Erwägung massgebend, dass die Schweiz nur solange in der Lage ist, den Wünschen ihrer Nachbarn in bezug auf die Einräumung von Valutakrediten entgegenzukom-

8) VIII. Neutralitätsbericht des Bundesrates vom 10. Sept. 1917, S. 38.

9) Ebenda, S. 49/50.

men, als ihr industrielles Leben durch hinreichende Zufuhren und Exportmöglichkeiten aufrechterhalten werden kann. Es sind daher parallel mit den Verhandlungen über das Finanzabkommen eine Reihe wirtschaftlicher Fragen mit der englischen Regierung erörtert und teilweise geregelt worden“¹⁰.

Als die Behörden im Jahre 1916 den Kapitalexport zu erschweren begannen, trat als unmittelbare Folge davon ein vermehrter Goldimport zutage, der wohl das Gleichgewicht des Wechselkurses herbeiführen konnte und somit den Devisenmarkt im gleichen Sinn wie die Kapitalexporte zu beeinflussen vermochte, mit dem wesentlichen Unterschied allerdings, dass das Gleichgewicht durch die Nationalbank und nicht durch die Kreditbanken herbeigeführt wurde; denn Gold, das importiert wurde, gelangte in den Besitz der Nationalbank, und zwar ohne ihr Zutun, wie der Präsident des Direktoriums an der Generalversammlung zugeben musste¹¹. Den Behörden konnte dieser Vorgang nicht unbekannt bleiben und der Vorsteher des eidgenössischen Finanz- und Zolldepartementes beauftragte Prof. Landmann in Basel, ein Gutachten auszuarbeiten. Darin kam er, entgegen seiner früher geäußerten Meinung, den Kapitalexport einzudämmen, zum Schluss, dass dem Goldimport entgegengetreten werden sollte. Er begründete dies damit, dass das Ausland, um nicht auf Importe aus der Schweiz verzichten zu müssen, nur zwischen einem vermehrten Export nach der Schweiz oder einem Zahlungsaufschub durch Inanspruchnahme von Krediten wählen könne¹². Solange kein Goldeinfuhrverbot bestand, verfügte das Ausland mit dem Gold über ein weiteres Druckmittel gegenüber der Schweiz. Falls die Schweiz nicht bereit war, dem Ausland Kredite zu gewähren, musste sie anhaltende Goldimporte in Kauf nehmen, die unweigerlich zu einer Goldinflation führen mussten. Der Bundesrat konnte sich aber nicht entschliessen, das Gold von unsern Grenzen fernzuhalten. Dass man die Goldimporte dem Kapitalexport vorzog, scheint nicht zuletzt in der konservativen Stellung zum Gold zu liegen, wonach die Zinslosigkeit des Goldes durch die Internationalität seines Marktes und durch unverzügliche Absatzmöglichkeiten bei geringem Risiko aufgewogen werde und dadurch jedem Wertpapier

10) X. Neutralitätsbericht des Bundesrates vom 24. Mai 1918, S. 47.

11) NZZ Nr. 660 vom 16. April 1917.

12) Kellenberger, E.: Kapitalexport und Zahlungsbilanz, S. 82 ff.

überlegen oder mindestens gleichwertig sei¹³. Ausserdem offenbarten unsere Behörden immer noch eine heilige Scheu davor, gegen die Konventionen der Lateinischen Münzunion zu verstossen, um ja nicht Vorwürfe oder Gegenmassnahmen der übrigen Mitgliedstaaten heraufzubeschwören, obwohl diese mit Goldausfuhrverboten vorausgegangen waren.

Die Frage des Goldeinfuhrverbotes fand ein Jahr später, als Deutschland und anschliessend die Alliierten mit Kreditforderungen an die Schweiz herantraten, mit der Wiederaufnahme des Kapital-exportes automatisch eine Beantwortung.

Betrachten wir die ganze Kriegszeit, so können wir feststellen, dass die Richtlinien und die Grenzen der Währungspolitik gegeben waren, sowohl durch die Forderungen des Auslandes, als auch durch unsere wirtschaftlichen Bedürfnisse, die unter allen Umständen befriedigt werden mussten.

B. Die Stellungnahme der Behörden in der Nachkriegszeit von 1919 bis 1924

Wenn jemand bei Kriegsende die Überzeugung oder auch nur den Glauben gehegt hatte, die Entwicklung des schweizerischen Wechselkurses werde nun in gemässigten Bahnen verlaufen, dann sah er sich getäuscht. Es zeigte sich vielmehr, dass der Franken mit kurzem Unterbruch ein zum Teil grosses Disagio gegenüber dem Dollar aufzuweisen hatte (siehe Figur 1, Seite 5). Wie wir im einzelnen noch sehen werden, bemühten sich die Behörden, die währungspolitischen Interventionen in der Nachkriegszeit auf ein Minimum zu beschränken, in der Meinung, der Wirtschaft immer mehr wieder freie Hand zu lassen. Die Depression in den zwanziger Jahren machte allerdings diese Bestrebungen teils wieder zunichte, indem besonders aus Kreisen des Handels und der Industrie die Hilfe und die Intervention des Bundes angerufen wurde.

Die Währungspolitik in der Nachkriegszeit bot verschiedentlich Anlass zu Meinungsdivergenzen über anzuwendenden Mass-

13) Kellenberger, E.: Richtlinien für eine schweizerische Währungsreform; Zeitschrift für schweizerische Statistik und Volkswirtschaft, 1917, Seite 359 ff.

nahmen zwischen den Behörden, im besonderen dem eidgenössischen Finanz- und Zolldepartement und der Nationalbank.

Die Knappheit des Geld- und Kapitalmarktes, die unmittelbar nach Kriegsende auch in der Schweiz vorherrschend war, wandelte sich nach 1920 in eine grosse Flüssigkeit um, bedingt durch die beginnende Krise, die auch in unserem Land viele Produktionsfaktoren frei werden liess, sowie durch die andauernde Entwertung ausländischer Währungen. Da der offene Markt zu dieser Zeit nicht mit Wechseln und Lombardkrediten an die Nationalbank verschuldet war, konnten die brachliegenden Mittel nicht zur Notenbank zurückfliessen. Deshalb begannen diese Kapitalien, nach ausländischen, vorwiegend amerikanischen Anlagen zu suchen, was die Nachfrage nach Dollars naturgemäss erhöhte.

In einer Konferenz mit der Nationalbank, die am 21. Juni 1922 stattfand, äusserte sie den Wunsch, die vorhandenen Mittel zusammenzuhalten, weil durch Kapitalexporte nicht nur der Dollarkurs steige, sondern weil auch der Zinsabbau in Frage gestellt werde. Die Behörden konnten sich aber nicht mit diesem Gedanken befreunden und der Vorsteher des Finanz- und Zolldepartementes konnte eine gesetzliche Regelung des Kapitalexportes nicht befürworten, obwohl er einsah, dass der Kapitalausfuhr nicht freie Hand gelassen werden dürfe. Bundesrat Musy, der Vorsteher des Finanz- und Zolldepartementes äusserte seine Ansicht an einer erweiterten Konferenz, die am 26. Juni stattfand: „Es ist daher Zurückhaltung im Kapitalexporte am Platze. Um den Bedürfnissen des Handels und der Industrie bei ihrem Wiederaufleben genügen zu können, darf nicht alles Kapital festgelegt werden. Eine Intervention des Staates auf dem Wege der Gesetzgebung kommt nicht in Frage. Immerhin soll ein allzu starker Kapitalexport verhütet werden, unter Umständen auch mit fiskalischen Massnahmen. Das seinerzeit an die Banken verschickte Zirkular in der Frage des Kapitalexportes könnte erneuert werden. Es soll den Banken Gelegenheit gegeben werden, das Geld im Inland anzulegen“¹⁴. Im Anschluss an diese Konferenz erliess das Finanz- und Zolldepartement Richtlinien an die Banken, in denen ihnen nahegelegt wurde, den Kapitalexport möglichst zurückhaltend zu handhaben¹⁵.

14) Kellenberger, E.: Kapitalexport und Zahlungsbilanz, S. 144.

15) Ebenda, S. 129 ff.

Der Dollarkurs, der in der zweiten Hälfte des Jahres 1922 erneut zu steigen begann (siehe Tabelle 1 und Seiten 15/16), liess die Behörden erneut aufhören. Im Inland zeigte sich nach wie vor eine grosse Flüssigkeit auf dem Geld- und Kapitalmarkt, da wegen des ausserordentlichen Tiefstandes des Privatsatzes (1 bis 1,5 %) die Banken Mühe hatten, Anlagemöglichkeiten zu finden. Weil zudem, wie schon erwähnt, der Markt nicht durch Kommerzpapiere an die Nationalbank verschuldet war, fehlte die notwendige Elastizität des Notenumlaufes, indem die Notenemission den Bedürfnissen des Verkehrs nicht angepasst werden konnte.

Der Vorsteher des Finanz- und Zolldepartementes liess in einem Schreiben die Nationalbank wissen, dass er überzeugt sei, eine Intervention des Bundes und der Nationalbank zusammen müsse den von allen gewünschten Erfolg bringen. Dazu sei allerdings notwendig, mit Hilfe der Reskriptionen, die dem Markt in genügenden Mengen angeboten werden müssten, gegen die übermässige Geldflüssigkeit vorzugehen und gleichzeitig Dollars auf dem Zahlungsmittelmarkt anzubieten, um so dem steigenden Dollarkurs entgegenzutreten. Der Nationalbank, die sich nicht für eine solche Intervention entschliessen konnte, antwortete Bundesrat Musy: „Wir verstehen nicht, warum die Schweiz die Bewegung des Frankenkurses dem Zufall überlassen soll, während es wirtschaftlich und finanziell derart geschwächten Ländern wie Österreich, Estland und Lettland gelingt, den Kurs ihrer Währung zu festigen“¹⁶. Die Diskussionen und Verhandlungen zwischen dem Bund und der Nationalbank gingen unter dem Namen „Dollarkonferenzen“ in die schweizerische Währungsgeschichte ein. Die Nationalbank liess sich aber nur zögernd zu einem Versuch herbei, indem sie kleine Interventionen vornahm, denen auch nur ein geringer und kurzlebiger Erfolg beschieden sein konnte. Das Finanz- und Zolldepartement sah darin aber eine Bestätigung seiner Ansicht und verlangte von der Nationalbank, die Interventionen in grösserem Umfang fortzusetzen oder die Behörden sähen sich gezwungen, selbständig zu handeln und erneut eine Dollaranleihe aufzunehmen. Die Nationalbank erklärte sich nun bereit, Gold nach den USA zu exportieren, da sie sich nicht des ganzen Dollarvorrates entäussern könne und den Goldexport jeder Auslandsanleihe vorziehe.

16) Kellenberger, E.: Kapitalexport und Zahlungsbilanz, S. 163.

Entgegen dem Wunsch der Nationalbank entschlossen sich die Behörden doch noch zu einer fünften Dollaranleihe, weil die Befürchtung gehegt wurde, die Parität mit dem Dollar könne nicht erreicht werden. Den Ausschlag zu diesem Entschluss gab ein Kredit, den Frankreich von den Vereinigten Staaten erhalten hatte, der den französischen Franken sprunghaft in die Höhe gehen liess¹⁷. In der Bekanntgabe an die Bevölkerung wurden folgende Argumente angeführt: „Die Eidgenossenschaft schuldet der Nationalbank aus Reskriptionen annähernd 100 Millionen Franken. Diesen Betrag wird nun der Bund der Nationalbank in Dollars zur Verfügung stellen, so dass die Nationalbank unter Umständen auf den Dollarkurs einzuwirken vermag. Dann benötigt der Bund Gelder für Getreideeinkäufe in Amerika und für laufende Bedürfnisse. Annähernd ein halbes Dutzend Kantone gedenkt im Laufe dieses Jahres an den schweizerischen Geldmarkt zu gelangen, der durch das Anleihen in den Vereinigten Staaten nun etwas entlastet wird“¹⁸.

Der Bundesrat musste sich nach Abschluss des Anleihens im Nationalrat eine Kritik von Dr. A. Meyer, dem Referenten der Finanzkommission gefallen lassen, worin u. a. angeführt wurde, Auslandsanleihen bedeuten eine Schwächung der heimischen Volkswirtschaft und der Zahlungsbilanz, und die Aufnahme dieses Anleihens bedeute eine Doppelspurigkeit in der schweizerischen Devisenpolitik. In einer Replik nahm das Finanzdepartement zur Kritik Stellung: „Diese Behauptung (Schwächung der heimischen Volkswirtschaft und der Zahlungsbilanz durch Auslandsanleihen) muss zuerst noch bewiesen werden. Vorläufig halten wir sie in dieser Allgemeinheit für unzutreffend und der Erfahrung widersprechend. Diejenigen Länder, die in letzter Zeit Anleihen in Amerika aufgenommen haben (wir nennen, von Frankreich und den Ländern mit stark entwerteter Währung ganz abgesehen, Norwegen, Dänemark und Holland) oder in Unterhandlung stehen (Schweden), scheinen im Gegenteil eine Stärkung ihrer Volkswirtschaft von dieser Massnahme zu erwarten ... Die angebliche Zweispurigkeit in der Devisenpolitik der Schweiz. Eine solche Zwei-

17) Ebenda, S. 176.

18) NZZ Nr. 488 vom 2. April 1924.

spurigkeit gibt es nicht. Die eine Aufgabe des Dollaranleiheens bestand darin, mit den Reskriptionen des Bundes aufzuräumen und der Nationalbank im Austausch dagegen Dollardevisen zuzuführen. Das ist geschehen und die Stellung der Nationalbank auf dem Devisenmarkt ist dadurch wesentlich gekräftigt worden. Das Finanzdepartement hat niemals die Absicht gehabt, die Nationalbank auszuschalten und selbst auf dem Devisenmarkt einzugreifen“¹⁹⁾. Der Ansicht des Finanz- und Zolldepartementes kann allerdings in der Form, wie sie über die volkswirtschaftliche Bedeutung der Auslandsanleihen geäußert wurde, nicht beigestimmt werden; denn jedes Auslandsanleihen belastet an sich die Zahlungsbilanz. Diese Belastung schliesst aber den volkswirtschaftlichen Nutzen eines Auslandsanleiheens nicht aus, wenn wir diesen Nachteil als Risiko-prämie gegen einen grösseren und aussergewöhnlichen Schaden betrachten. Auf das Dollaranleihen bezogen heisst das, dass es dann schon gerechtfertigt war, wenn damit ein Schutz gegen die Spekulation auf die Baisse des Schweizerfrankens geboten wurde.

Die Entwicklung des Schweizerfrankens brachte es mit sich, dass das Devisenproblem und seine Rückwirkungen auf Handel und Industrie auch die Behörden beschäftigen musste. Die anhaltende Entwertung der meisten europäischen Währungen konnte nicht ohne Einfluss auf die schweizerische Wirtschaft bleiben. Der hohe Stand des Schweizerfrankens, gemessen an den Währungen der Nachbarstaaten, erschwerte nicht nur die Konkurrenzfähigkeit auf dem Weltmarkt, was in den schwindenden schweizerischen Exportaufträgen beredeten Ausdruck fand, sondern erleichterte auch den Import billiger Güter aus dem Ausland, so dass die Nachfrage nach Inlandwaren ebenfalls geringer wurde. Wir werden in einem späteren Kapitel Gelegenheit finden, uns eingehender damit zu befassen. An dieser Stelle wollen wir uns darauf beschränken, die Ansicht der Behörden über die Vorschläge aus den betroffenen Kreisen kennen zu lernen.

Es handelte sich vor allem um einen Gedanken, der immer wieder zur Diskussion gestellt wurde, der sich mit „Banknotenvermehrung zugunsten der notleidenden Industrie“ umschreiben lässt. Selbst in Kreisen der Räte wurde dieser Idee mit Ausdauer gehuldigt. Im Jahre 1921 wurde im Nationalrat bekanntgegeben, dass sich die Zolltarifkommission mit dieser Frage befasst habe.

19) NZZ Nr. 718 vom 15. Mai 1924.

Dabei sei die Auffassung vertreten worden, dass die Golddeckung der Nationalbank hinreichen würde, um noch bis zu einem Betrag von 700 Millionen Franken weitere Noten auszugeben, und man habe die Frage erörtert, ob nicht von dieser Möglichkeit in einem mässigen Umfang Gebrauch zu machen wäre, falls dadurch eine Erleichterung für die darniederliegende Industrie erreicht werden könnte. Die Kommission sei jedoch in dieser Frage zu keiner „bestimmten Stellung“ gelangt²⁰. Dass in einer Kommission der eidgenössischen Räte von einer absichtlichen Geldverwässerung die Rede war, ohne dass sie prompt und entschieden gegen ein solches Ansinnen eintrat, zeigt, dass die Stärke der Nationalbank und das Vertrauen in das Notengeld überschätzt worden ist.

Das Finanzdepartement berief kurze Zeit später eine Konferenz mit Bankfachleuten ein, an der die gemachten Vorschläge, durch die Inflation den hohen Kurs des Schweizerfrankens herabzudrücken, energisch bekämpft wurde²¹. Der Vorsteher des eidgenössischen Finanz- und Zolldepartementes äusserte sich über diese Frage in einem Bericht an den Bundesrat: „In einzelnen Kreisen herrscht die Tendenz vor, die gegenwärtige Lage mit der schmerzlichen Rückwirkung der Währungskrise auf unsern Handel und die Industrie zu erklären... Deshalb wird von einzelnen Kreisen der Vorschlag gemacht, das Gleichgewicht dadurch herzustellen, dass man ein Sinken unserer Währung durch die Banknoteninflation hervorruft... Eine namhafte Erhöhung der Notenzirkulation durch eine weitere Emission würde zweifellos einen gewissen Sturz der schweizerischen Valuta hervorrufen. Da aber eine stark erhöhte Zirkulation keinem tatsächlichen Bedürfnis entsprechen würde, ist anzunehmen, dass die neuen Noten der Staatskasse zufließen würden. Diese Rückkehr würde beweisen, dass die neue Notenausgabe eine offensichtliche Verletzung des Gesetzes von 1905 bedeuten würde, das verlangt, dass die Emission an den wirklichen Bedürfnissen des wirtschaftlichen Lebens gemessen werden sollte“²².

Der Bundesrat war zudem überzeugt, dass eine künstlich herbeigeführte Inflation den beabsichtigten Zweck, eine wesentliche Senkung des Frankens auf dem internationalen Markt, nicht erreichen würde, weil die überzähligen, nicht benötigten Noten in

20) NZZ Nr. 1452 vom 11. Oktober 1921.

21) NZZ Nr. 1565 vom 2. November 1921.

22) NZZ Nr. 1783/1785 vom 13./14. Dezember 1921.

die Staatskasse zurückfliessen, dass hingegen in wirtschaftlicher (Steigerung der Produktionskosten und Preiserhöhung) und in sozialer Hinsicht Schwierigkeiten erwachsen würden. In der Botschaft zum eidgenössischen Voranschlag für 1924 unterstrich der Bundesrat nochmals eindeutig seine Stellungnahme: „Der Bundesrat lehnt die Zuflucht zur Inflation unter allen Umständen ab. Er hat im Gegenteil das Bestreben, die Verpflichtungen zu verringern, die der Bund und die Bundesbahnen der schweizerischen Nationalbank gegenüber in Form von Reskriptionen haben. Er will mithelfen, den Notenumlauf durch eine tatkräftige Konsolidierung zu vermindern“²³.

Das Finanz- und Zolldepartement war sich bewusst, dass die Rückkehr des Frankens zur Goldparität nicht nur den Interventionen des Bundes und der Nationalbank zu verdanken war, obwohl kein Zweifel darüber bestand, dass diese Massnahmen wesentlich zum Erfolg beigetragen hatten. Von bedeutendem Einfluss auf die günstige Entwicklung des Schweizerfrankens war nicht zuletzt das Vertrauen zur Finanzpolitik des Bundes, das in demselben Mass zurückkehrte, wie die Reskriptionen des Bundes und der Bundesbahnen bei der Nationalbank abnahmen. Der Bundesrat war entschlossen, den erreichten Stand des Frankens weiterhin beizubehalten und gab dieser Meinung in seiner Botschaft vom 4. November 1924 zum Voranschlag der Eidgenossenschaft für das Jahr 1925 mit folgenden Worten Ausdruck: „Wir sind fest entschlossen, alle Mittel anzuwenden, um den Kurs des Schweizerfrankens auf der Goldparität festhalten zu können, wobei wir erwarten, dass gleichzeitig auch die inländische Kaufkraft des Frankens vor erheblichen Schwankungen bewahrt werde“²⁴.

2. Die Schweizerische Nationalbank

Die Währungspolitik im weitesten Sinn steht gemäss den Bestimmungen der Bundesverfassung dem Bunde zu, während die Nationalbank, als eine durch den Bund errichtete zentrale Notenbank, demnach nur eine in einem enger gefassten Sinn umschriebene Währungspolitik betreiben kann. Mit andern Worten können wir

23) NZZ Nr. 1700 vom 7. Dezember 1923.

24) A. a. O., S. V.

sagen, dass der Bund die Grundlagen festlegt, auf denen die Nationalbank mit allen ihr zur Verfügung stehenden Mitteln die Währungspolitik durchführen muss.

Wenn wir im Folgenden die Nationalbank und ihre Stellungnahme zur Papierwährung und ihre Ansichten über die Probleme der fluktuierenden Wechselkurse betrachten, müssen wir uns vor Augen halten, dass die Nationalbank bestrebt war, die ihr vom Bund gestellte Aufgabe nach besten Kräften zu lösen. Der Ausbruch des Weltkrieges stellte die noch junge Nationalbank aber vor Entscheidungen, die sie ohne eigene Erfahrung treffen musste. Ein Währungssystem mit fluktuierenden Wechselkursen eröffnet aber einer Notenbank viel mehr Möglichkeiten zu währungspolitischen Massnahmen als ein System mit fixen Wechselkursen, so dass nicht nur die Zahl der Mittel und Massnahmen anwächst, sondern auch die der Ansichten, welche Massnahmen jeweils anzuwenden seien. Es ist deshalb verständlich, dass auch aus anderen Kreisen Vorschläge zur Währungspolitik geäussert wurden, zu denen die Nationalbank ebenfalls Stellung beziehen musste.

A. Die Nationalbank und ihre Stellungnahme zur Papierwährung und zu den fluktuierenden Wechselkursen

Die Hauptaufgabe der Nationalbank ist sowohl in Artikel 39 der Bundesverfassung als auch in Artikel 2 des Nationalbankgesetzes von 1905 bestimmt, in denen es heisst, sie habe den Geldumlauf des Landes zu regeln und den Zahlungsverkehr zu erleichtern. Artikel 17 des Gesetzes bestimmt ferner, dass die Nationalbank zu diesem Zweck Banknoten nach den Bedürfnissen des Verkehrs auszugeben habe. Ausserdem war das Noteninstitut verpflichtet, die in Umlauf gesetzten Noten zu mindestens 40 % in Gold gedeckt zu halten und die Noten jederzeit in Gold einzulösen. Die Nationalbank hielt aber nicht nur eine Deckung von 40 %, sondern eine solche von durchschnittlich 70 % aufrecht. Da aber das Gold keinen Zins abwirft, sondern nur die Anlage in Kommerzpapieren, bedeutete das für die Nationalbank ein Opfer im Hinblick auf ihre dadurch erhöhte Krisen- und Kriegsbereitschaft; denn je grösser ihr Goldvorrat, über den sie verfügen

konnte, um so besser konnte sie in der Lage sein, sowohl die Notenemission im Dienste des Staates auszudehnen, als auch damit zur Beschaffung notwendiger Güter beizutragen. In der Periode fluktuierender Wechselkurse sollte das Noteninstitut zudem Gelegenheit finden, den Goldvorrat zu währungspolitischen Interventionen verwenden zu können.

Tabelle 9
Metalldeckung des Notenumlaufs 1907-1913

Jahr	Notenumlauf in Mio. Fr.	Metallbestand in Mio. Fr.		Metalldeckung des Notenumlaufs in %		
		Gold	Silber	Gold	Silber	Total
1907	88,9	52,1	6,3	58,7	7,0	65,7
1908	145,9	98,3	8,1	67,4	5,5	72,9 *
1909	191,4	121,5	15,2	63,5	7,9	71,4
1910	241,4	143,3	16,1	59,4	6,6	66,0
1911	253,6	158,5	14,8	62,5	5,8	68,3
1912	269,3	168,1	13,0	62,4	4,8	67,2
1913	272,3	170,5	23,1	62,6	8,5	71,1

*) Maximum am 24. Aug. 1908 mit 91,4 %

(Schweizerische Nationalbank 1907-1932, S. 462/463.)

Inzwischen verschärfte sich die politische Lage in Europa und führte zum Kriegsausbruch. Der vorsichtigen Goldpolitik der Nationalbank war es zu verdanken, dass sie bei Kriegsbeginn als gut gerüstet betrachtet werden durfte, verfügte sie doch über einen Metallvorrat von 199 Millionen Franken¹. Trotz dieser Vorsorge blieben der Nationalbank Anforderungen in grossem Ausmasse nicht erspart. Die Panikstimmung, die in der Schweiz durch die politischen Wirren ausgelöst wurde, berechtigte das Noteninstitut zur Annahme, dass ohne besondere Massnahmen der Geldumlauf des Landes nicht aufrechterhalten werden könne. Die Bank musste sich deshalb entschliessen, den Bundesrat zu ersuchen, sie von der Einlösungspflicht zu befreien und gleichzeitig zur Ausgabe von 20-Franken-Banknoten zu ermächtigen.

Damit hatte die Nationalbank den Anstoss zum Übergang zur Papierwährung gegeben, der in der Folge vom Bundesrat vollzogen und rechtskräftig gemacht wurde. Anlass zu diesem Vorschlag hatte nicht nur die Panik im Inland gegeben, die wohl in einem

1) Schweizerische Nationalbank 1907-1932, S. 115.

stürmisch einsetzenden Hortungsdrang ihren Ausdruck fand, sondern auch die Massnahmen der ausländischen Noteninstitute, die mit wenigen Ausnahmen ihre Währungen vom Golde lösten und den Goldvorrat der Kriegführung dienstbar gemacht hatten.

Die Nationalbank war nun durch die Umstände gezwungen, ihr Augenmerk vorwiegend auf die Sicherstellung des Geldumlaufes und des Zahlungsverkehrs zu richten, um ihrer gesetzlichen Bestimmung gerecht zu werden. Sie fand darin die volle Unterstützung des Bundes, der ihr behilflich war, die durch den Wegfall der goldenen Umlaufmittel entstandene Lücke mit papierenen Zahlungsmitteln zu schliessen. Der Entschluss der Nationalbank, die Goldwährung zu sistieren, entsprang vor allem dem Bedürfnis, der Schweiz den Goldvorrat zu erhalten bzw. den Goldvorrat in den Dienst des Landes zu stellen².

Die aktive Währungspolitik, die dem System fluktuierender Wechselkurse inhärent ist, konnte während der Kriegszeit nur in ganz beschränktem Mass von der Nationalbank betrieben werden, da vielfach Faktoren wirksam wurden, die den Entscheidungen des Noteninstitutes zuvorkamen, in ihren Wirkungen hingegen den Wünschen der Nationalbank gerecht wurden. Die Kriegszeit ist besonders dadurch gekennzeichnet, dass unser Noteninstitut überall auf währungspolitische Schranken stiess, die vom kriegführenden Ausland errichtet wurden. Zunächst sah sich die Nationalbank der Schwierigkeit gegenübergestellt, Gold importieren zu können, weil dieses Metall in jedem Land ängstlich gehütet wurde. Im Laufe des Krieges aber benützte das Ausland seine Goldreserven, um damit seine Importe aus der Schweiz zu begleichen. Die Bezahlung in Gold hatte aber für uns den grossen Nachteil, dass wir für unsere Exporte keine notwendigen Güter als Kompensation erhielten. Vielmehr mussten wir diese unentbehrlichen Rohstoffe, die immer begehrt wurden, zu erhöhten Preisen beschaffen. Die anhaltenden unfreiwilligen Goldimporte vermehrten den Metallvorrat der Nationalbank zusehends, was wiederum eine Steigerung der Notenausgabe zur Folge hatte.

In der Tat stellte das Problem, ob Goldimporte oder Kapitalexporte vorzuziehen seien, die Nationalbank vor eine schwerwiegende Frage. Wir wissen, dass die Behörden im Einverständnis

2) Die Schweizerische Nationalbank 1907-1932, S. 116.

mit der Nationalbank den Kapitalexport einzuschränken gewillt waren, um so die „finanziellen Kräfte des Landes zusammenzuhalten, bis die durch den Krieg sehr erheblich gesteigerten Kapitalbedürfnisse der Eidgenossenschaft, der Kantone und Städte und der Erwerbswirtschaft ihre Befriedigung gefunden haben“³. Das Direktorium der Nationalbank war sich bewusst, dass die Goldimporte als Folge der unterbliebenen Kapitalexporte eine grosse Gefahr für eine Goldinflation darstellten. Dr. A. Jöhr, Mitglied des damaligen Direktoriums der Bank nahm dazu in einem Gutachten Stellung, in dem er zum Schluss kam, dass „das einzige wirksame Abwehrmittel gegen die Überschwemmung der Schweiz mit Gold und Fünffrankenstücken darin besteht, dass mit sofortiger Wirkung die Einfuhr von Gold und von Silbermünzen verboten wird... Scharf formuliert kann man heute sagen, dass jede Gold- oder Silberzahlung von aussen unsere Lager und Vorräte leert und unsere Preise im Inland steigern muss, jede verweigerte Gold- oder Silberzahlung dagegen das Ausland zwingt, uns wieder Vorräte zu liefern, unsere Lager aufzufüllen, unsere Preise zu drücken. Ich gehe unbedenklich so weit, zu behaupten, dass für die schwierigen Zeiten des Kriegsendes und des Friedensanfanges ein grosser Metallvorrat für die Schweiz eine schwere Immobilisation bedeuten würde, ein grosser Rohstoff- und Lebensmittelvorrat dagegen ein Element ganz hervorragender wirtschaftlicher Liquidität“⁴. Die Notwendigkeit, grosse Goldimporte, die in ihren Wirkungen auf dem Devisenmarkt den Kapitalexporten gleichzustellen sind, zu unterlassen, ergab sich auch daraus, dass die Notenbank ihrer Aufgabe, den Geldumlauf den Bedürfnissen des Verkehrs anzupassen, nicht mehr gerecht werden konnte. Denn mit seinen Goldsendungen konnte das Ausland nach Massgabe seines eigenen Bedarfes und ohne Rücksicht auf die Bedürfnisse unseres Zahlungsverkehrs, auch gegen den Willen der Nationalbank, unsere umlaufende Notenmenge beeinflussen.

Im Anschluss an die Stellungnahme von Dr. A. Jöhr, die er im Dezember 1916 dem Direktorium der Nationalbank unterbreitet hatte, liess bekanntlich der Vorsteher des eidgenössischen Finanzdepartementes, Bundesrat Motta, seinerseits von Prof. Landmann in Basel ein Gutachten abfassen, der darin ebenfalls zum

3) Kellenberger, E.: Kapitalexport und Zahlungsbilanz, S. 61.

4) Kellenberger, E.: Kapitalexport und Zahlungsbilanz, S. 82.

Schluss gelangte, dass es von Vorteil wäre, die Goldimporte zu unterbinden (vgl. S. 50).

Die Frage der Goldimporte kam auf Grund dieser beiden Gutachten zwischen der Nationalbank und den Behörden zur Sprache. Das Resultat dieser Besprechungen wurde trotz der Wichtigkeit des Gegenstandes nirgends bekanntgegeben. Selbst Prof. Kellenberger konnte keine Äusserung und kein Protokoll dieser Sitzung finden⁵. Wenn nicht direkt, so lässt sich doch mittelbar das Ergebnis dieser Besprechung erkennen, weil nämlich die Nationalbank die Goldimporte fortsetzte und somit die Goldeinfuhr dem Kapitalexport durch die Kreditbanken vorzog. Wie bei den Behörden, so scheint die Stellung der Nationalbank zum Gold darin begründet zu sein, dass die Bedeutung des Goldes in der Vorkriegszeit den Ausschlag gegeben hatte. Wenn vor Kriegsausbruch, von 1907 bis 1913 die Nationalbank mehr Gold in ihrem Besitz hatte, als sie für die Notendeckung bedurfte, so kann in guten Treuen argumentiert werden, die Zinslosigkeit des Goldbestandes sei damals mindestens durch die erhöhte Kriegsbereitschaft wettgemacht worden. In der Zwischenzeit hatte aber das Gold — in wenigen Ländern ausgenommen — seine Stellung als Währungsmetall eingebüsst, worauf Prof. Landmann und Dr. Jöhr ebenfalls hingewiesen hatten.

Diese Haltung der Nationalbank und der Behörden berechtigen uns zur Frage, warum wohl so und nicht nach den beiden Gutachten und den darin enthaltenen Vorschlägen gehandelt worden ist. Die Antwort dürfte in zweifacher Hinsicht gefunden werden. Da eine direkte Beeinflussung der Zahlungsbilanz zur Manipulierung der Wechselkurse für die Nationalbank nur in bescheidenem Masse durchführbar war (weil einzelne Faktoren der Zahlungsbilanz valutarischen Interventionen nicht zugänglich waren), verfügte sie mit der Kontrolle über die Kapitalexporte über ein Mittel zur Gestaltung der Wechselkurse⁶. Sodann dürfte die Nationalbank im Verein mit den Behörden die Ansicht gehegt haben, das kriegführende Ausland werde über kurz oder lang ohnehin mit der Forderung von Kompensationskrediten an die Schweiz herantreten. Deshalb wäre es unklug, zum vornherein eine Bereit-

5) Kellenberger, E.: Kapitalexport und Zahlungsbilanz, S. 82.

6) Die Schweizerische Nationalbank 1907-1932, S. 235.

schaft zur Kreditgewährung ohne entsprechende Gegenleistung seitens des Auslandes zu bekunden. Falls dieser zweite Gesichtspunkt für die Beibehaltung der Goldimporte ausschlaggebend gewesen war, ist es allerdings verständlich, dass die Nationalbank und auch die Behörden darüber Stillschweigen bewahrt hatten.

Tatsächlich fand, wie wir feststellen konnten (vgl. S. 40), die Diskussion von selbst ein Ende, als im Jahre 1917 zuerst Deutschland und anschliessend die Ententemächte mit Kreditforderungen an die Schweiz gelangten, so dass erneut Kapitalexporte an die Stelle der (umstrittenen) Goldimporte traten.

Nach Kriegsende fielen langsam die währungspolitischen Schranken, die das Ausland errichtet hatte. Den Anfang dazu machten die Vereinigten Staaten, die 1919 den Goldhandel von den Vorschriften aus der Kriegszeit befreiten. Damit war auch der Nationalbank die Möglichkeit geboten, eine etwas aktivere Währungspolitik zu betreiben. Es war ihr allerdings noch nicht vergönnt, den Franken auf der Goldparität halten zu können, da ihren Bestrebungen in der Nachkriegszeit vor allem spekulative Einflüsse entgegenwirkten, denen die Entwicklung unseres Wechselkurses weitgehend unterlag und denen es zu verdanken war, dass der Franken immer wieder ein Disagio gegenüber dem Dollar aufzuweisen hatte.

Die Spekulation in ausländischen Währungen kann, wie jede andere Spekulation, eine Stabilisierung hemmen oder fördern. Spekulative Wirkungen im weitesten Sinne machen sich bereits geltend, wenn eine Änderung der Wechselkurse in Aussicht steht, also dann schon, bevor ein Importüberschuss resp. ein Exportüberschuss in der Zahlungsbilanz zum Ausdruck kommt⁷. Bei einem zu erwartenden Devisenkursanstieg werden die Importeure zusätzliche Bestellungen aufgeben, ihre Zahlungen beschleunigen und ihre Lager an Importgütern vergrössern. Die Exporteure, die ebenfalls eine Kurserhöhung erwarten, werden sich umgekehrt verhalten, das heisst sie werden ihre Lieferungen hinauszögern und die Zahlungseingänge — sofern diese in ausländischer Währung erfolgen — nach Möglichkeit auf später zu verschieben suchen, in der Hoffnung, für einen gleichbleibenden Ertrag in ausländischer Währung einen grösseren Ge-

7) E. Küng nennt diese Erscheinungen „Vorauswirkungen“; in: Die Selbstregulierung der Zahlungsbilanz, S. 121 ff.

winn im Austausch gegen inländische Währungseinheiten zu erzielen. Wegen des Verhaltens der Importeure wird die Nachfrage nach ausländischen Währungseinheiten gesteigert, während der Exporteure wegen das Angebot an ausländischen Währungseinheiten vermindert wird. So wird von beiden Seiten die Tendenz zur Erhöhung der Devisenkurse unterstützt und die Erhöhung wird zu einem früheren Zeitpunkt eintreten, als sie auf Grund eines Zahlungsbilanzausgleichgewichtes eintreten sollte.

Diese Einflüsse werden nun wesentlich verstärkt durch die Spekulation im engeren Sinne, jener Tätigkeit also, die darauf gerichtet ist, aus Preisunterschieden, die in Zukunft erwartet werden, Nutzen zu ziehen. Deswegen ist es verständlich, dass sich diese Spekulation in erster Linie in der Kapitalverkehrsbilanz auswirkt, handelt es sich doch hauptsächlich um eine Frage des Kredits.

Sobald eine Änderung der Devisenkurse erwartet wird, ändert sich somit das Verhalten der Importeure und Exporteure. Beide nehmen eine „intertemporale Substitution“ vor, indem der Importeur die geplanten Käufe vorzeitig tätigt, während der Exporteur, um den grösstmöglichen Gewinn zu erzielen, die Verkäufe auf einen späteren Zeitpunkt verschiebt⁸. Das Verhalten der Importeure lässt sich graphisch darstellen durch eine Verschiebung der Nachfragekurve nach rechts, während das des Exporteurs durch eine Verschiebung der Angebotskurve nach links zum Ausdruck kommt⁹.

Wenn schon durch die Reaktion dieser Wirtschaftssubjekte eine bestehende Tendenz zur Kurserhöhung gefördert wird, ist der Einfluss der spekulativen Momente, welche die Kapitalverkehrsbilanz betreffen, weit bedeutender.

Wird nun ein Ansteigen der Wechselkurse erwartet oder steht nach einer Erhöhung eine weitere Steigerung in Aussicht, so werden die Spekulanten ausländische Devisen erstehen und hoffen dabei, diese später mit Gewinn zu einem höheren Preis verkaufen zu können. Diese vermehrte Nachfrage, die aus rein spekulativen Erwartungen entstanden ist, treibt eo ipso den Preis der ausländischen Währungseinheiten rascher in die Höhe, als wenn keine spekulative Nachfrage auftreten würde, da angenommen werden

8) Lange, O.: Price Flexibility and Employment, S. 20.

9) Jöhr, W. A.: Die Konjunkturschwankungen, S. 432 ff.

kann, dass das Angebot an Devisen gleichbleiben wird. Diese zusätzlich nachgefragten Devisen werden zu einem späteren Zeitpunkt wieder auf dem Markt angeboten, so dass es zu einer rückläufigen Bewegung der Wechselkurse oder mindestens zu einer Hemmung der Kurssteigerung kommen wird. Diese Bewegung muss zwangsläufig eintreten, weil der erhöhten Devisenkurse wegen die importhemmenden und exportfördernden Einflüsse der relativen Preisänderungen wirksam werden. Deswegen kann gesagt werden, dass dank der spekulativ bedingten Nachfrage nach Devisen die relativen Preisänderungen zu einem früheren Zeitpunkt zum Zuge kommen werden, als dies nur auf Grund der Zahlungsbilanzsituation der Fall gewesen wäre.

Die stabilisierungsfördernden Einflüsse der Spekulation können aber nur dann wirksam werden, wenn die Erwartungen der Spekulanten sich als richtig erwiesen haben, wenn also die zusätzliche Nachfrage nach Devisen, die von den Spekulanten ausgeht, eine vorzeitige Änderung der relativen Preise der Import- und Exportgüter auslösen kann.

Die Einflüsse der Spekulation haben aber dann stabilisierungshemmenden Charakter, wenn die Entwicklung der Wechselkurse anders erwartet wird, als sie effektiv eintritt, sei es, dass die Erwartung in anderer Richtung tendiert oder dass die Spekulanten eine weiter reichende Entwicklung voraussehen, als es die Zahlungsbilanzsituation erfordert. In dem Fall werden die Wirkungen der Spekulation der Beseitigung des Ungleichgewichtes entgegenwirken¹⁰. Das bedeutet, dass das Ansteigen der Wechselkurse länger andauern wird, und zwar so lange, bis die Herstellung des Gleichgewichtes auf Grund der relativen Preisänderungen der Import- und Exportgüter erfolgen kann.

Um die stabilisierungshemmenden Einflüsse der Spekulation auszuschalten, ist es die Aufgabe der monetären Zentralstelle, auf dem Devisenmarkt zu intervenieren, indem sie selbst Devisen in solchen Mengen anbietet, die nicht nur die hemmenden Wirkungen der Spekulation auszugleichen, sondern diese auch in stabilisierungsfördernde umzuformen vermögen. Diese Interventionen der monetären Zentralstelle sind imstande, eine solche Entwicklung des Wechselkurses zu gewährleisten, die sich ohne Beeinflussung durch

10) Meade, J. E.: The Balance of Payments, S. 222 ff.

die Spekulation, also allein durch die Zahlungsbilanzsituation ergeben würde. Die monetäre Zentralstelle bedient sich meistens eines Währungsausgleichfonds, um solche Interventionen auf dem Devisenmarkt durchzuführen, wobei aber der Währungsausgleichfonds über ausreichende Devisenmengen verfügen muss, um wirksam eingreifen zu können. Der Umfang der zur Verfügung stehenden Devisenmenge ist vor allem massgebend, um einem dauernden Ansteigen des Wechselkurses entgegenzutreten, während ein Sinken des Wechselkurses dadurch verhindert wird, wenn inländische Währungseinheiten auf dem Devisenmarkt angeboten werden. Sind nun die durch die Spekulation erworbenen Devisenmengen so gross, dass der Währungsausgleichfonds seine gesamten Reserven verbrauchen muss, dann ist die monetäre Zentralstelle gezwungen, zur Devisenbewirtschaftung zu greifen und die spekulativen kurzfristigen Kapitalbewegungen Restriktionen zu unterwerfen. Allerdings dürfte es schwierig sein, bei auftretenden Kapitalbewegungen die spekulativ bedingten zu eliminieren, so dass der gesamte internationale Zahlungsverkehr eines Landes Kontrollen unterzogen werden muss.

Die spekulativen Momente, die in der Nachkriegszeit in der Schweiz wirksam werden konnten, können als unmittelbare Folgen der Kriegswirren bezeichnet werden. Die ungewöhnliche Geldflüssigkeit in unserem Land, die nur noch von jenen Ländern übertroffen wurde, die eine starke Inflation aufzuweisen hatten, stellte den günstigsten Ausgangspunkt zu spekulativ bedingten Kapitaltransaktionen dar. Die Wirtschaftskrise und der Preissturz bildeten die direkte Ursache für die grossen Kassenbestände, denen keine Anlagemöglichkeiten gegenüberstanden, die aber auch nicht zur Nationalbank zurückfliessen konnten, weil wohl der Bund, nicht aber der offene Markt an die Notenbank verschuldet war. Diese brachliegenden Mittel suchten daher im Ausland Beschäftigung, erhöhten die Nachfrage nach ausländischen Zahlungsmitteln und beeinflussten dadurch den Wechselkurs, den sie zum Steigen veranlassten, was allmählich nicht ohne Wirkung auf das inländische Preisniveau sein konnte. Die Initiative über die Vermögensabgabe im Herbst 1922 trug zudem noch dazu bei, die spekulativen Elemente zu vermehren, indem auch die Fluchtgelder, die vor allem aus Deutschland und Österreich den Weg in die Schweiz gefunden hatten, von dieser Bewegung erfasst wurden und die Nachfrage

nach Dollars erhöhten. Aus diesen Gründen ist es nicht verwunderlich, dass der Kurs des Schweizerfrankens einem starken Druck ausgesetzt blieb.

Der Nationalbank konnten diese schädlichen Wirkungen auf die Entwicklung des Schweizerfrankens nicht unbekannt bleiben, ebenso wenig wie der Umstand, dass nicht ausländische, sondern inländische Faktoren Anlass zu dieser Tendenz gewesen waren¹¹. Wie wir weiter oben feststellten, kann die monetäre Zentralstelle durch direkte Interventionen auf dem Devisenmarkt diesen spekulativen stabilisierungshemmenden Einflüssen entgegenwirken. Wie aber verhielt sich die Nationalbank? Der Präsident des Direktoriums der Nationalbank äusserte sich an der Generalversammlung der Bank im Jahre 1923 darüber, dass in der sinkenden Tendenz des Frankens kein Grund zur Beängstigung vorliege und er trat entschieden der Auffassung entgegen, der Schweizerfranken müsse einer weiteren Entwertung entgegengehen. Die Nationalbank verfolge zwar die Entwicklung des Frankens aufmerksam, der Zeitpunkt für eine Intervention sei hingegen noch nicht gekommen¹². Damit bekundete er die grundsätzliche Interventionsabneigung der Nationalbank, die bestimmt nur auf die liberalen Faktoren der Notenbankpolitik aus der Vorkriegszeit zurückgeführt werden kann. Diese Einstellung unseres Noteninstitutes geht aber auch aus der Ansicht hervor, die sie gegenüber dem Finanz- und Zolldepartement vertreten hatte. Bekanntlich waren die Behörden überzeugt, dass eine Intervention der Nationalbank notwendig sei, um den Franken vor einem weiteren Disagio (gegenüber dem Dollar) zu bewahren. Dabei regte das Finanz- und Zolldepartement vor allem zwei Massnahmen an, von denen man sich Erfolg versprach, nämlich Operationen auf dem offenen Markt (mit Hilfe der Reskriptionen) und Abgabe von Gold oder von Devisen (vgl. Seite 53).

Die Nationalbank konnte sich aber nicht dazu entschliessen, das überflüssige Geld durch Rediskontierung der Reskriptionen

11) „Im Mai 1922 unterschritt indessen der Franken den Dollar bereits wieder. Die andersgerichtete Entwicklung der schwedischen Krone, des holländischen Guldens und des englischen Pfundes zeigt, dass diesmal die Ursachen der Bewegung einseitig bei der schweizerischen Valuta liegen.“ Die Schweizerische Nationalbank 1907-1932, S. 229.

12) NZZ Nr. 507 vom 16. April 1923.

abzuschöpfen. Vielmehr richtete sie an den Bund das Begehren, seine schwebenden Schulden in vermehrtem Masse zu konsolidieren. Die Wirkung einer umfassenden Konsolidierung wäre wohl einer Offenmarktpolitik der Notenbank ebenbürtig gewesen, hätte der Bund die Mittel dazu doch auf dem Anleihenweg beschaffen müssen. Bund und Bundesbahnen hatten aber bereits eine lebhaftige Anleientätigkeit entfaltet und dabei Anleihen im Betrag von 1120 Millionen Franken auf dem Kapitalmarkt aufgelegt. Die Beschaffung weiterer Mittel konnte hingegen nicht von einem Tag auf den andern erfolgen, während die Reskriptionen als kurzfristige Anlagen jederzeit plaziert werden konnten¹³. Die Nationalbank beschränkte sich aber lediglich darauf, die Arbitrage-tätigkeit in „bescheidenem Rahmen“ wieder aufzunehmen¹⁴.

In der Zwischenzeit machte sich die inflationäre Tendenz immer mehr geltend. Die Lebenskosten waren während des Jahres 1923 um 7,6 % gestiegen¹⁵, und der Franken wies bereits gegenüber dem Dollar (und dem Gold) ein Disagio von 9,5 % auf. Die Nationalbank liess sich nun doch überzeugen, in beschränktem Mass auf dem Devisenmarkt zu intervenieren, wobei sie jeweils einen Erfolg buchen konnte, wenn der schweizerische Kapitalmarkt keine übermässige Flüssigkeit aufzuweisen hatte. Trotz diesen positiven Ergebnissen verhielt sich die Nationalbank sehr zurückhaltend, obwohl sich das Disagio des Frankens zusehends vergrösserte. Doch plötzlich entschloss sie sich, Interventionen grösseren Stils durchzuführen, indem sie Reskriptionen in genügenden Mengen auf dem Markt anbot und damit das überflüssige Geld absorbierte. Gleichzeitig erhöhte das Noteninstitut auf dem Devisenmarkt das Angebot an Dollars und exportierte Gold nach den Vereinigten Staaten. Der Erfolg blieb der Nationalbank auch diesmal nicht versagt. Allerdings vermochte sie die Rückkehr zur Goldparität noch nicht zu erzwingen, aber immerhin war es ihr gelungen, ein weiteres Ansteigen des Dollarkurses zu verhindern. Erst nachdem der Bund in den USA erneut ein Anleihen aufgenommen hatte, womit er die restlichen Reskriptionen konsolidieren konnte und die Nationalbank in den Besitz von Dollars

13) Kellenberger, E.: Kapitalexport und Zahlungsbilanz, S. 170.

14) Die Schweizerische Nationalbank 1907-1932, S. 238.

15) Lebenskostenindex des Arbeitsamtes im Dezember 1923: 169 Punkte.
Kellenberger, E.: Kapitalexport und Zahlungsbilanz, S. 172.

brachte, genügte der Druck auf den Dollar, den Franken wieder zur Parität ansteigen zu lassen. Gleichzeitig stellte sich auch das wirtschaftliche Gleichgewicht, das Voraussetzung zur Erhaltung der Goldparität ist, wieder ein. Die weitere Entwicklung der Wechselkurse dokumentiert, dass die Rückkehr zur Parität und die Wiederherstellung des Gleichgewichtes kein augenblickliches Ereignis, sondern ein Zeichen einer stabilen Wirtschaftslage darstellte. Tatsächlich war die Nationalbank in der Lage, die Entwicklung des Schweizerfrankens bis zur Abwertung vom 26. September 1936 vor weiteren grossen Fluktuationen zu bewahren.

Als die Nationalbank bei Kriegsausbruch von der Einlöspflicht befreit worden war, stellte sie unverzüglich den Notenkredit in den Dienst des Staates. Es lag ihr vor allem daran, zu verhindern, dass der Bund durch langfristige und hochverzinsliche Anleihen den Kapitalmarkt belaste, um so die Geldbeschaffung für Kantone und Gemeinden nicht unnötig zu erschweren und um den Hypothekarkredit nicht zu verteuern. Die Notenpolitik der Nationalbank, die in engem Zusammenhang zur Währungspolitik steht, erregte in der Kriegs- und Nachkriegszeit grosse Aufmerksamkeit. Vor allem boten die Schatzwechsel des Bundes und der Bundesbahnen, die das Noteninstitut diskontierte, immer wieder Anlass zu Diskussionen, da auch die Teuerung und die Inflation nicht zuletzt darauf zurückgeführt wurden.

a) Die Geldschöpfung der Nationalbank während der Periode fluktuierender Wechselkurse

Eine Geldschöpfung durch die Notenbank kann bekanntlich auf verschiedene Arten erfolgen. Hauptsächlich stehen der monetären Zentralstelle vier Möglichkeiten offen, indem sie Gold, das vorher nicht-monetären Zwecken diene, ankaufen, Wechsel diskontieren, Lombardkredite gewähren und Offenmarktpolitik betreiben kann. Für unsere Betrachtung interessiert uns lediglich die Geldschöpfung der Nationalbank, die sie auf Grund der Schatzwechsel des Bundes und der Bundesbahnen, sowie die Offenmarktpolitik, die sie mit den Reskriptionen betreiben konnte.

Die klassische Meinung über die Notenbank hielt die Begriffe Notenkredit und Staatskredit streng auseinander und deren Tren-

nung war geradezu Voraussetzung für eine gesunde Notenbankpolitik. Aus diesen Überlegungen heraus wurde sorgfältig vermieden, die Reskriptionen im Nationalbankgesetz von 1905 direkt zu erwähnen. Artikel 15 dieses Gesetzes liess allerdings die Möglichkeit offen, Reskriptionen zu diskontieren, wenn diese die Form eines Wechsels besaßen und mit einer zweiten Unterschrift versehen waren. Artikel 14,2 des revidierten Nationalbankgesetzes aus dem Jahre 1911 verzichtete auf die Wechselform und auf die zweite Unterschrift. Für uns ist nur wesentlich zu wissen, dass mit der Gesetzesänderung der Nationalbank die Möglichkeit gegeben wurde, „Schuldverschreibungen auf die Schweiz“ zu Lasten ihres Wertpapiersportefeuilles hereinzunehmen, und dass damit die Verpflichtung verknüpft war, die Reskriptionen in die Notendeckung einzubeziehen.

Während die schwebenden Schulden des Bundes in der Vorkriegszeit nur ganz unbedeutend waren, vermehrten sie sich nach Kriegsausbruch in ganz beachtlichem Mass. Wir haben weiter oben schon erwähnt, dass die Nationalbank grossen Wert darauf legte, dass der Bund seine finanziellen Bedürfnisse, die der vielfachen Verpflichtungen wegen stark angewachsen waren, nicht in erster Linie auf dem Kapitalmarkt zu decken suchte. Dem Staat bot sich dadurch Gelegenheit, die schwebenden Schulden bei günstigeren Zeiten zu konsolidieren, ohne die Leistungsfähigkeit des Kapitalmarktes zu beeinträchtigen. Die Nationalbank selbst erhielt mit den Reskriptionen ein Mittel in die Hand, womit sie jederzeit Operationen auf dem offenen Markt betreiben und damit nicht nur auf dem Geldmarkt, sondern auch in die Gestaltung der Wechselkurse regulierend eingreifen konnte.

Die Nationalbank hielt sich stets vor Augen, dass die Reskriptionen nichts anderes darstellten als reine Finanzwechsel, deren Befriedigung kurzfristig auf dem Kapitalmarkt erfolgen sollte (während Warenwechsel bei der Nationalbank zum Diskont eingereicht werden konnten)¹⁶. Während des Krieges und in der ersten Nachkriegszeit hingegen konnte das Noteninstitut in guten Treuen die Reskriptionen ebenfalls als Warenwechsel bezeichnen, verwendete doch der Bund die dagegen erhaltenen Mittel vorwiegend zur Beschaffung von Lebensmitteln und Rohmaterialien.

16) Die Schweizerische Nationalbank 1907-1932, S. 191.

Nachdem sich aber die wirtschaftliche Lage gebessert hatte, drängte die Nationalbank den Bund und die Bundesbahnen, die Reskriptionenschulden zu reduzieren, eingedenk der Inflationsgefahr, die diesen schwebenden Schulden innewohnte. Die übermässige Geldflüssigkeit nach der Wirtschaftskrise schien der Bank zur Tilgung der restlichen Schatzwechsel günstig zu sein, weshalb sie verschiedentlich mit diesem Begehren an Bund und Bundesbahnen herantrat ¹⁷.

Die Operationen auf dem offenen Markt, die das Noteninstitut in grossem Umfang während der Kriegszeit betrieben hatte, waren ein willkommener Ersatz für die zur Unwirksamkeit verurteilte Diskontpolitik. Der schweizerische Geld- und Kapitalmarkt, der ohnehin eine grosse Flüssigkeit aufzuweisen hatte, wurde bekanntlich durch Fluchtgelder, die den Weg in die Schweiz fanden, noch mehr beeinflusst, so dass eine Diskrepanz zwischen Banksatz und Privatsatz unvermeidlich war. R. Welti kommt in seinen Ausführungen ¹⁸ zum Schluss, dass die Rediskontierung der Reskriptionen auf dem offenen Markt wesentlich dazu beigetragen haben, dass der Privatsatz während der Kriegszeit nicht noch tiefer gesunken sei.

Das Bestreben, die Reskriptionen möglichst rasch konsolidiert zu wissen, hinderte die Nationalbank, die Möglichkeiten der Offenmarktpolitik zur Regulierung der Wechselkurse in der Nachkriegszeit voll auszunützen. Das zeigte sich vor allem in der Kontroverse zwischen dem Finanz- und Zolldepartement und dem Noteninstitut, die wir weiter oben bereits kennengelernt hatten. Nur mit grossem Unbehagen liess sich die Nationalbank zu einem Versuch herbei, das überflüssige Geld abzuschöpfen, um direkten Interventionen auf dem Devisenmarkt eine Wirkung zuteil werden zu lassen.

Mit der Notenpolitik der Nationalbank und besonders mit ihrer Geldschöpfung wurde verschiedentlich die Teuerung in unmittelbarem Zusammenhang gebracht, so dass die Bank auch dazu Stellung beziehen musste. Wir wollen uns daher der Vollständigkeit halber noch kurz dieser Frage zuwenden.

17) Kellenberger, E.: Kapitalexport und Zahlungsbilanz, S. 170 f.

18) Welti, R.: Die kurzfristigen Vorschüsse der Nationalbank an den Bund während des Krieges und in der Nachkriegszeit, S. 45 ff.

b) Nationalbank und Teuerung

Die Erhöhung der Lebenskosten in der Schweiz liess den Gedanken aufkommen, der stark vermehrte Notenumlauf sei deren Ursache. Die Vertreter der Freigeldlehre begannen schon im Jahre 1916, die Nationalbank für die Teuerung verantwortlich zu machen. Wir werden in einem späteren Kapitel noch Gelegenheit finden, uns ausführlich mit dem „Freiland-Freigeld-Bund“ und mit seinen Ansichten zu befassen. Hier mag genügen, dass dieser Kritik die Quantitätstheorie zugrunde gelegt wurde. Diese wurde dahin interpretiert, dass jede Veränderung der Geldmenge eine entsprechende Veränderung des Preisniveaus verursache, womit erwiesen sei, dass die vermehrte Notenmenge die Lebenskosten habe ansteigen lassen.

Die Nationalbank wies in ihren Entgegnungen immer darauf hin, dass es zunächst ihre Pflicht sei, den Geldumlauf des Landes zu regeln. Dazu sei notwendig, den Zahlungsmittelumlauf den Bedürfnissen des Verkehrs anzupassen. Die Kriegszeit zwang zunächst den Bund, für den Schutz der Neutralität des Landes erhöhte Ausgaben in Kauf zu nehmen, die er sich nicht durch entsprechend höhere Einnahmen, sondern nur aus zusätzlich geschaffennem Geld besorgen konnte¹⁹. Die besondere wirtschaftliche Lage der Schweiz trug ausserdem dazu bei, dass mehr Zahlungsmittel benötigt wurden, weil die lebensnotwendigen Güter unabhängig von den vom Ausland geforderten Preisen importiert werden mussten. Generaldirektor Burckhardt äusserte sich an der Generalversammlung der Nationalbank im Jahre 1918 darüber wie folgt: „Da die Schweiz für ihre Lebensbedürfnisse und Rohstoffbezüge zu einem grossen Teil vom Ausland abhängig ist und dieses die Preise dafür festsetzt und heute zudem eine Auswahl zwischen verschiedenen Bezugsländern für gleiche Ware nicht mehr besteht, und die Preisfrage ganz im Gegensatz zu Friedenszeiten eine untergeordnete Rolle spielt, so bleibt der Schweiz, will sie überhaupt etwas bekommen, nichts anderes übrig, als die geforderten Preise zu zahlen und dafür die nötigen Zahlungsmittel aufzubringen, deren Masse sich dem fortlaufend vermehrten Bedarf anpassen muss. Nicht die hohe Notenausgabe bedingt deshalb bei

19) Die Schweizerische Nationalbank 1907-1932, S. 153 ff.

uns die hohen Preise, sondern umgekehrt, die hohen Preise die hohe Notenausgabe... Es scheinen da schon Gründe genug zur Vermehrung unseres Notenumlaufes vorzuliegen, ohne deswegen schon von Inflation sprechen zu können. Davon zu reden wäre erst am Platze, wenn unser Notenumlauf jeder Elastizität bar, sich nur noch vergrössern würde“²⁰.

Das Ansteigen der umlaufenden Notenmenge gab im Schosse der Nationalbank immer wieder Anlass zu Erörterungen, wobei stets festgehalten wurde, dass die Bank einfach vor die Alternative gestellt wurde, die finanziellen Bedürfnisse des Bundes zu befriedigen, ansonst sich dieser die benötigten Mittel auf andere, die Volkswirtschaft stärker schädigende Weise verschafft hätte. Nationalrat Hirter, der Präsident des Bankrates, hielt dies an der Generalversammlung der Bank im Jahre 1919 mit folgenden Worten fest: „In Wirklichkeit lagen aber die Verhältnisse so, dass der Nationalbank nur die Entscheidung zwischen zwei Übeln blieb, von denen das geringere zu wählen war. Auf der einen Seite stand die Gewährung der vom Bunde anderweitig nicht aufzubringenden Summen in Form des Wechselkredites, womit sich das Risiko einer Verstärkung des Notenumlaufes verband, auf der andern die Konsequenzen, die sich aus der Nichthereinnahme der Reskriptionen ergeben konnten. Bei der Betrachtung dieser zweiten Alternative müssen wir uns vor Augen halten, dass die Aufwendungen, die der Bund, nicht zuletzt im Dienste der Landesversorgung, zu machen hatte, weit über die Beträge hinausgingen, die er sich durch seine Steuern und die Aufnahmen am Kapitalmarkt beschaffen konnte, trotzdem er, so oft als dies in Anbetracht der übrigen mitspielenden Faktoren anging, den langfristigen Geldmarkt in Anspruch genommen hat. Auf dem Wege der direkten Plazierung von Reskriptionen von seiten des Bundes im freien Markt in den erforderlichen Beträgen, wäre aller Wahrscheinlichkeit nach doch wieder ein grosser Teil der Reskriptionen über die Banken zur Nationalbank gewandert, und zwar, wie man anzunehmen berechtigt ist, unter starker Anspannung aller Zinssätze, was zweifellos zur Verteuerung des Lebens nicht unwesentlich beigetragen hätte“²¹.

20) NZZ Nr. 457 vom 7. April 1918.

21) NZZ Nr. 550 vom 14. April 1919.

Während die Nationalbank aus diesen Überlegungen heraus den Bedürfnissen des Bundes nachkommen musste, lehnte sie entschieden das Ansinnen ab, durch vermehrte Notenausgabe den Stand des Frankens den valutarischen Verhältnissen der Nachbarstaaten anzupassen, um so dem Handel und der Industrie eine bessere Konkurrenzfähigkeit zu verschaffen. Eine solche Anpassung konnte schon deswegen nicht in Betracht fallen, weil der Schweizerfranken gegenüber der Goldparität unter Pari stand, die Währungen der betreffenden Länder hingegen stark entwertet waren²². Diese Idee der bewussten Inflation geisterte noch einige Zeit in gewissen Köpfen²³, in der Hoffnung, die Nationalbank doch zu einer erhöhten Notenausgabe bewegen zu können, obwohl der Präsident des Bankrates, wie auch der Präsident des Direktoriums der Bank klar dagegen Stellung bezogen hatten. Direktor Burckhardt äusserte sich dazu mit folgenden Worten, die dem Standpunkt des Noteninstitutes eindeutig Ausdruck gaben: „Die Befürworter der Meinung, dass die Noten fehlendes Kapital für alle möglichen Zwecke bei Gelegenheit zu ersetzen habe, geben sich keine genügende Rechenschaft darüber ab, dass die Banknoten ein Zahlungsmittel und nicht Kapital sind. Sobald dem Verkehr mehr Noten aufgedrängt werden, als dieser wirklich braucht, entstehen daraus die schlimmen Folgen der Inflation. Um nicht in diesen Fehler zu verfallen, konnte sich die Bank nicht dazu verstehen, ihre Notenausgabe Anlagen dienlich zu machen, die ihrer Natur nach langfristig und deshalb im Widerspruch zu der für Noten gegebenen Verwendungsmöglichkeit stehen“²⁴.

Die Nationalbank benützte in der Zeit von 1914 bis 1924 nicht alle Mittel, die einer Währungspolitik bei fluktuierenden Wechselkursen zur Verfügung stehen können. Um das Bild über die Stellungnahme unseres Noteninstitutes zur Papierwährung vervollständigen zu können, bedürfen wir noch der Kenntnis, warum gewisse währungspolitische Massnahmen nicht angewendet worden, aber doch zur Sprache gekommen sind.

22) NZZ Nr. 646 vom 19. April 1920 über die Generalversammlung der Schweizerischen Nationalbank.

23) NZZ Nr. 1452 vom 11. Oktober 1921.

24) NZZ Nr. 531 vom 11. April 1921.

B. Die Ansicht der Nationalbank über weitere Massnahmen der Währungspolitik

Es handelt sich im Folgenden nicht darum, diejenigen Massnahmen zu beleuchten, die protektionistischen Charakter tragen und von interessierten Kreisen gefordert wurden, da wir diesen Begehren und Anregungen in späteren Kapiteln im einzelnen noch begegnen werden, sondern um Massnahmen, die ausgesprochen währungspolitischer Natur sind und die Regulierung der Wechselkurse zum Ziele haben.

Wir wissen, dass die Notenbank zur Devisenbewirtschaftung übergehen kann, indem sie eine Devisenzentrale mit der Beaufsichtigung des gesamten Devisenverkehrs betraut, wenn die Wechselkursfluktuationen vorwiegend ihren Ursprung in spekulativ bedingten Kapitaltransaktionen haben und solche Ausmasse annehmen, dass die monetäre Zentralstelle mit ihren gesamten Devisenvorräten die Tendenz nicht beeinflussen kann.

Von ausländischer, besonders von deutscher Seite wurde der Meinung Ausdruck verliehen, die Währungsentwertung sei nicht nur auf die ungünstige Zahlungsbilanzsituation, sondern auch in beträchtlichem Mass auf spekulative Machenschaften, die vor allem in der Schweiz ihren Ursprung hätten, zurückzuführen. Da in der Schweiz die Diskussion über die Kapitalexperte und deren Folgen während der ganzen Periode fluktuierender Wechselkurse nie vollständig erlahmte, beauftragten die Behörden — im Einverständnis mit der Nationalbank — Prof. Landmann im Jahre 1918, in einem Gutachten die Frage der Devisenzentrale zu prüfen.

In seinem Bericht gelangte Prof. Landmann zum Schluss, dass sich die Errichtung einer Devisenzentrale nicht rechtfertigen lasse. Die Höhe des Wechselkurses, so argumentierte er, sei der Ausdruck der Zahlungsbilanz und das inländische Preisniveau sei massgebend für die Kursbildung. Ohne Zweifel bestehe eine Devisenspekulation, doch sei diese nicht einseitig auf eine bestimmte Währung orientiert, sondern sie betreffe alle Währungen²⁵. Diese Auffassung vertrat ebenfalls die Nationalbank, die einer Kontrolle des Devisenverkehrs zudem noch wirtschaftliche Bedenken entgegenbrachte.

Im Zusammenhang mit der Wirtschaftskrise kam der Frage, ob eine Devisenzentrale zu errichten sei, erneut eine Bedeutung

25) Die Schweizerische Nationalbank 1907-1932, S. 236 ff.

zu, doch die Expertenkommission, die das Finanz- und Zolldepartement im Herbst 1921 einberufen hatte und die sich aus Vertretern der Behörde und der Bankwelt rekrutierte, lehnte jegliche staatliche Intervention auf dem Devisenmarkt in Form einer Kontrolle des Devisenverkehrs entschieden ab ²⁶.

Die Gestaltung des Wechselkurses war mit dem Übergang zur Papierwährung mit fluktuierenden Wechselkursen zu einem Problem geworden, mit dem sich nicht nur die Nationalbank, sondern auch weitere Kreise befassten. So ist es nicht verwunderlich, dass dem Noteninstitut immer wieder währungspolitische Massnahmen zur Durchführung empfohlen worden sind. Es war dann an der Nationalbank, zu prüfen, ob diese Vorschläge nur den Bedürfnissen Einzelner entsprangen, oder ob eine allgemeine volkswirtschaftliche Notwendigkeit vorlag, welche die geforderten Massnahmen rechtfertigen könnte. Ausserdem war zu untersuchen, ob der organisatorische Aufwand, der mit einer Massnahme verbunden wäre, zu den Wirkungen, die erwartet wurden, in einem vernünftigen Verhältnis bleiben könnte.

Zusammenfassend können wir feststellen, dass die Nationalbank während der ganzen Periode fluktuierender Wechselkurse die Papierwährung nur als Notlösung betrachtet und niemals als Dauerzustand in Erwägung gezogen hatte. Durch die politischen Ereignisse und durch die Massnahmen und Beschlüsse des Auslandes war sie gezwungen gewesen, zum Schutz der Landeswährung bei den Behörden um Befreiung von der Einlösungspflicht nachzusuchen und damit die Einführung der Papierwährung anzuregen. Die Nationalbank war aber bestrebt, so rasch als möglich wieder zum Status der Vorkriegszeit zurückzukehren. Das Gedankengut der liberalen Wirtschaftsauffassung dürfte auch weitgehend dafür verantwortlich gemacht werden, dass die Nationalbank besonders in der Nachkriegszeit sich nur widerstrebend zu Interventionen herbeilassen wollte.

Der Wunsch unseres Noteninstitutes nach einer baldigen Rückkehr zu einer Währung mit unveränderlichem Wert deckte sich mit den Bestrebungen anderer Länder, die eine stabile Währung als Hauptbedingung für den wirtschaftlichen Wiederaufbau Europas betrachteten ²⁷.

26) Ebenda, S. 237.

3. Die schweizerischen Banken

In der Betrachtung der zeitgenössischen Stellungnahme zur Papierwährung und zu den fluktuierenden Wechselkursen haben wir die „offiziellen“ Ansichten, die von den Behörden und von der Nationalbank vertreten wurden, kennengelernt. Mit der folgenden Untersuchung über die Meinung der Banken zu diesem Problemkreis eröffnen wir den Reigen über die Stellungnahme der wichtigsten Gruppen, die im wesentlichen die schweizerische Wirtschaft vertreten.

Der Standpunkt der Banken gegenüber der Bank- und Währungspolitik ist zunächst gegeben durch die Prinzipien, die der geschäftlichen Tätigkeit zugrunde liegen. Die Ansicht über einzelne Fragen der Bankpolitik äussert sich daher in der Art, wie sie ihre Aufgabe innerhalb der Volkswirtschaft erfüllen, während ihrer Meinung über die Währungspolitik insofern Bedeutung zukommt, als die Banken an einer gesunden Landeswährung in erster Linie interessiert sind und als Teilnehmer an währungspolitischen Konferenzen einen nicht zu unterschätzenden Einfluss ausüben können.

Wir werden uns im Folgenden zuerst der Stellungnahme der Banken zum System fluktuierender Wechselkurse zuwenden und anschliessend ihre Ansicht zur Politik der Nationalbank in geld- und währungspolitischer Hinsicht untersuchen.

A. Die Stellungnahme der schweizerischen Banken zum System fluktuierender Wechselkurse

Grundlegend für die Stellungnahme der Banken sind einmal ihre liberalen Ansichten und sodann ihre internationale Orientierung. Die liberale Idee kommt drastisch und eindeutig zum Ausdruck, wenn wir uns folgende Worte vor Augen halten: „Lasset der Wirtschaft ihre Freiheit und löst sie von den Fesseln, die ihr der Staat immer noch auferlegt. Hütet auch, die produktive Tätigkeit, die uns Wohlstand bringt, aus den Händen derjenigen Persönlichkeiten zu nehmen, deren Energie und Tatkraft

27) Schweizerischer Bankverein, Bericht Nr. 5/1922: Die finanziellen Probleme der Konferenz von Genua.

ihr Gedeihen zu verdanken ist. Belastet mit diesen Aufgaben nicht den Staat, der politisch und nicht geschäftlich orientiert ist, und dem Lande das Einkommen nicht erhalten kann, das es heute der Privatwirtschaft verdankt. Wir betrachten es als unsere Pflicht, diesen Ruf immer wieder aus innerster Überzeugung ergehen zu lassen und an Hand der Geschehnisse als begründet nachzuweisen“¹.

Die internationale Orientierung der Banken beruht ihrerseits auf den Grundlagen der liberalen Wirtschaftsordnung, so dass die Banken jeglichem interventionistischem System, das diesen Prinzipien zuwiderlaufen muss, eine ablehnende Haltung entgegenbringen müssen. Eine gewisse Einschränkung der liberalen Auffassung anerkennen hingegen auch die Banken, da der absolute Liberalismus wohl als gedankliches und theoretisches Gebilde, niemals aber in der Wirklichkeit sich behaupten kann. Eine Bestätigung dessen finden wir in der Anerkennung der Notenbank, die, obwohl sie den Banken bestimmte Schranken auferlegt (z. B. in bezug auf die Notenemission), der geschäftlichen Tätigkeit dieser Institute in normalen Zeiten keine Hemmnisse bereitet.

Anders verhält es sich hingegen zu ausserordentlichen Zeiten, vor allem während des Krieges, aber auch während der Nachkriegszeit. Dies erhärtet sich aus einer Äusserung des Schweizerischen Bankvereins London aus dem Jahre 1917: „... que l'économie par décret du gouvernement est la seule forme d'organisation sociale qui se puisse concevoir dans les circonstances présentes“². Mit dieser Einstellung wird dokumentiert, dass Interventionen, die zu normalen Zeiten abgelehnt, jetzt nicht nur toleriert, sondern sogar begrüsst werden. Das betrifft aber ebenso die Papierwährung, gegen die die Banken sonst in jeder Form eingenommen sind, weil sie befürchten, dass die Menge der Zahlungsmittel sich nicht mehr den Bedürfnissen der Wirtschaft, sondern denen des Staates anpassen werde. Das uneinlösliche Papiergeld wurde demnach auch nur als Notstandsprodukt betrachtet, was aus folgender, aus Bankkreisen stammender Notiz hervorgeht: „...Kein Staat kann unter den heutigen Verhältnissen einen längere Zeit dauernden Krieg ohne Ausgabe von Papiergeld

1) Schweizerische Bankiervereinigung, Jahresbericht 1926/27, S. 14.

2) Schweizerischer Bankverein, London, Revue financière et économique, 1917, S. 3.

führen, und was die Schweiz gegenwärtig finanziell und wirtschaftlich durchmacht, ist mit einem Kriegszustand gleichbedeutend. Um so eher wird es nötig sein, nach Beendigung des Krieges sobald wie nur möglich zum normalen Zustand, d. h. zur Hartgeld-Zirkulation unter Zurückziehung aller papierenen Geldwertzeichen mit Ausnahme der Noten der Nationalbank und unter Aufhebung des Zwangskurses für die letzteren zurückzukehren“³.

Wir wissen, dass die Notenbank bei einer Politik fluktuierender Wechselkurse die Entwicklung des Kurses auf dem Devisenmarkt direkt beeinflussen kann. Diese Möglichkeit wurde auch von den Banken erkannt und gebilligt, ja sogar gefordert. Diese Einstellung lässt sich daraus erklären, dass die grossen Schwankungen auf dem Devisenmarkt, die besonders in der Nachkriegszeit auftraten, den internationalen Beziehungen und dem Warenverkehr äusserst schädlich und hemmend waren, so dass nicht zuletzt auch die Banken in Mitleidenschaft gezogen wurden. Am schweizerischen Bankiertag im Jahre 1919 gab Prof. Paillard der Meinung Ausdruck, dass bei der abnormen Lage der Wechselkurse nach bestimmten Grundsätzen zu erfolgende Interventionen angebracht seien⁴.

Das System fluktuierender Wechselkurse, das bei Kriegsausbruch in der Schweiz seinen Einzug gehalten hatte, konnte sich demnach entsprechend der liberalen Einstellung bei den Banken keiner grossen Beliebtheit erfreuen. Es ist daher verständlich, dass die Banken, die eine möglichst rasche Rückkehr zu stabilen Währungsverhältnissen erstrebten, der Politik der Nationalbank vollste Aufmerksamkeit entgegenbrachten, und nicht zögerten, ihrer Meinung Ausdruck zu geben, wenn sie glaubten, eine Massnahme des Noteninstitutes oder der Behörden nicht billigen zu können, oder wenn sie überzeugt waren, eine bestimmte Intervention hätte einem Missstand abhelfen können.

3) NZZ Nr. 319 vom 18. März 1915.

4) NZZ Nr. 1617 vom 21. Oktober 1919.

B. Die Stellungnahme der Banken zur Politik der Nationalbank

Die Hauptaufgabe der Nationalbank besteht bekanntlich darin, den Geldumlauf des Landes zu regeln und den Zahlungsverkehr zu erleichtern. Diese Aufgabe gliedert sich in drei Zielsetzungen, indem die Notenbank zunächst als Kreditgeber für die Wirtschaft amten muss, sodann die Zahlungsmittel den Bedürfnissen des Verkehrs entsprechend zu beschaffen und drittens auf die Gesunderhaltung der Währung zu achten hat. Die Aufgabe der Nationalbank hatte aber bei Kriegsausbruch insofern eine Erschwerung erfahren, als der Kreditgewährung an den Staat und der Währungspolitik eine wesentlich grössere Bedeutung zukamen.

Wenn wir uns nun im Folgenden zuerst der Stellungnahme der Banken zur Geld- und Kreditpolitik der Nationalbank zuwenden wollen, so deshalb, weil bei einem System fluktuierender Wechselkurse die Erhaltung des innern Gleichgewichtes Voraussetzung ist für die Erhaltung des äussern Gleichgewichtes.

a) Stellungnahme zur Geld- und Kreditpolitik

Die schweizerischen Banken waren es, die bei Kriegsausbruch dem ersten Ansturm des Publikums begegnen mussten, das in einer Panikstimmung sich mit Barmitteln eindecken wollte. Wir wissen, dass die Nationalbank in der Folge zu restriktiven Massnahmen greifen musste, um so die Gefahr zu bannen, die Mindestdeckung unterschreiten zu müssen (vgl. S. 26). Das Rundschreiben, mit dem das Noteninstitut die Banken aufforderte, die Rückzahlungen an Privatpersonen möglichst einzuschränken, wurde von ihnen ganz verschieden aufgefasst. Während die einen ihrer Kundschaft eine mehr oder weniger individuelle Behandlung zuteil werden liessen, hielten sich die andern sklavisch an den Buchstaben des Rundschreibens und trugen damit, indem sie auch Geschäftsleute in die Restriktionen einbezogen, dazu bei, die Panikstimmung zu verschärfen⁵.

Dieses Rundschreiben der Nationalbank wurde von den Banken nicht besonders freundlich aufgenommen; nicht so sehr wegen des

5) Kellenberger, E.: Geldumlauf und Thesaurierung, S. 78.

angedrohten Entzuges des Diskontkredites, als wegen des Moratoriumcharakters, der ihm zugesprochen werden musste. Professor Landmann äusserte sich in Übereinstimmung mit der Auffassung der Banken dazu wie folgt: „Alle Welt ist darin einig, dass das Direktorium der Nationalbank sich durch Erlass des Zirkulars vom 2. August einer Kompetenzüberschreitung schuldig gemacht hat. Denn das Zirkular stellt sich seinem Inhalt nach als ein Moratorium für Bankverbindlichkeiten dar, zum Erlasse eines solchen aber stand die Kompetenz allein der Bundesversammlung und nach dem 3. August dem Bundesrate zu“⁶.

Der Mangel an Zahlungsmitteln war aber nicht nur die grosse Sorge der Nationalbank, sondern auch der Kreditinstitute. So begrüsst denn die Banken den Entschluss des Bundesrates, Bundeskassenscheine, die den Noten der Nationalbank gleichgestellt wurden, in Umlauf zu bringen, sowie den Beschluss, die schweizerische Darlehenskasse ins Leben zu rufen. Die Bundeskassenscheine vermehrten augenblicklich die umlaufende Geldmenge um 30 Millionen Franken⁷, während die Darlehenskasse dazu beitrug, die Rückkehr des Vertrauens zu beschleunigen, weil die Unternehmer die Gewissheit bekamen, gegen bestimmte Hinterlagen monetäre Mittel zu erhalten⁸.

Nachdem die Nationalbank aber wieder in der Lage war, den Bedürfnissen des Marktes mit Zahlungsmitteln zu genügen, brachten die Banken besonders den Bundeskassenscheinen, die ein ausgesprochenes Staatsgeld darstellten, keine grossen Sympathien mehr entgegen. Bereits im Frühjahr 1915 führten die Banken die Kurschwankungen u. a. auf die vermehrte Geldmenge zurück und wiesen vor allem darauf hin, dass es sich um drei verschiedene Arten von Papiergeld handle, wie dies aus dem Bericht der Schweizerischen Kreditanstalt hervorgeht: „Nicht ganz ohne Besorgnis verfolgt man den Stand der Schweizer Valuta. Es lässt sich aber nicht bestreiten, dass, neben den Faktoren der gestörten Ein- und Ausfuhr, ein übermässiges Einpressen von Papiergeld, und zwar von drei verschiedenen Sorten (Noten der Nationalbank, Staats-

6) Landmann: Geldmarkt und Bankpolitik in der Schweiz im III. Quartal 1914, Zeitschrift für schweizerische Statistik und Volkswirtschaft 1914, Seite 298.

7) Kellenberger, E.: Das Münzwesen und seine Reform, S. 12.

8) Schweizerische Bankgesellschaft, Monatsbulletin Dezember 1914.

kassenscheine und Scheine der Darlehenskasse), in den Verkehr eine wesentliche Schuld daran hat, dass unsere Valuta auf einem kaum schon dagewesenen Tiefstand angekommen ist“⁹.

Die schweizerischen Banken beschäftigten sich während der folgenden Jahre nicht mehr mit den Bundeskassenscheinen und der Institution der Darlehenskasse; wenigstens konnte keine Äusserung darüber gefunden werden. Im Jahre 1921 bemerkte der Schweizerische Bankverein, dass das „Papiergeld, dessen Charakter keineswegs mit dem der Banknoten zu vergleichen ist“, zum grössten Teil bereits wieder in den Kassen der Nationalbank ruhe¹⁰ und demnach von ihren Noten abgelöst worden war. Diese Feststellung machte der Bankverein in Zusammenhang mit der Diskussion um die Darlehenskasse, die zur Behebung der in der Schweiz vorherrschenden Kapitalknappheit herangezogen werden sollte. Diesem Vorschlag, vom eidgenössischen Finanz- und Zolldepartement vorgebracht, wurde aber von den Banken nicht beigestimmt. Hingegen benützten sie die Gelegenheit, die Darlehenskasse selbst als überflüssig zu bezeichnen, da es sich bei der Gründung um eine Notlösung gehandelt habe. Die Gründe, die im Jahre 1914 für die Schaffung der Darlehenskasse von Bedeutung gewesen seien, beständen nicht mehr, weshalb auch diese Institution ihren Zweck erfüllt habe¹¹.

Während der ganzen Periode fluktuierender Wechselkurse brachten die Banken der Geldschöpfung der Notenbank grosse Aufmerksamkeit entgegen, weil, wie wir feststellen konnten, nicht die Bedürfnisse des Verkehrs, sondern die Finanznot des Staates die Menge der Zahlungsmittel bestimmte. Es ist daher nicht verwunderlich, wenn die Banken mit ihrer Kritik an den Reskriptionen des Bundes und der Bundesbahnen, die von der Nationalbank diskontiert wurden, nicht zurückhielten, obwohl sie anerkannten, dass die Reskriptionen nicht ausschliesslich den Charakter eines Finanzwechsels trugen; denn einen grossen Teil der erhaltenen Mittel verwendete der Bund bekanntlich zu Warenkäufen im Ausland, so dass ihnen eine gewisse Verwandtschaft zum Handelswechsel nicht abgesprochen werden konnte. Andererseits wiesen aber

9) Effektenkursblatt Nr. 237 Februar 1915 (Schweizerische Kreditanstalt).

10) Monatsbulletin, April 1921.

11) Ebenda.

die Banken darauf hin, dass (besonders während des Krieges) mit der Abnahme der kommerziellen Geldbedürfnisse von Handel und Industrie auch das entsprechende Wechselmaterial, das auf den Markt gelangte, zusammenschrumpfte, während die Ansprüche des Staates an die Notenbank stiegen und damit auch die Schatzwechselschulden sich vermehrten. Der wesentliche Unterschied dieser beiden Wechselmaterialien tritt hingegen nicht so sehr darin zutage, dass das eine als Handelswechsel und das andere als Finanzwechsel auf dem Markt erscheint, sondern macht sich vielmehr notenbankpolitisch im Sinne der Geldschöpfung geltend. Dies äussert sich insofern, als der Handelswechsel nach Ablauf des Termins eingelöst wird, während die Finanzwechsel formell zwar kurzfristig sind, in Wirklichkeit aber zu einem grossen Teil stets wieder erneuert werden. Der Einfluss der Finanzwechsel auf den Charakter der Banknote ist unbestreitbar, wenn man bedenkt, welches Gewicht der Menge der Schatzwechsel zukam, „so dass sich die Banknote wirtschaftlich dem eigentlichen Staatspapiergeld im Verlaufe des Krieges erheblich genähert hat. Dass die Banknote trotzdem ihre Beliebtheit beibehalten hat, so ist dies ausser dem allgemeinen Kredit, den die Staaten im Kreise ihrer Bevölkerung immer noch geniessen und der gesetzlichen Zahlkraft der Noten, wesentlich auch darin begründet, dass sich der Ruf der Noteninstitute als Trägerinnen des nationalen Kredits und Hüterinnen der Währungen auch unter den stark veränderten Verhältnissen in einzelnen Ländern in besonders ausgeprägter Weise erhalten hat“¹².

In engem Zusammenhang mit der Geldschöpfung der Nationalbank — und oft in einem Atemzug damit genannt — steht die Teuerung und die inflationäre Tendenz. Die Teuerung an sich kommt aber einem Verarmungsprozess gleich, obwohl sie ein Ansteigen der Zinsen, Dividenden, Sparkassenguthaben, kurz des Volksvermögens und -einkommens zur Folge hat. Diese Wertvermehrung ist aber nur eine scheinbare, weil sie in monetäre Begriffe gekleidet wird, während in Wirklichkeit der Wohlstand nicht auf Geldsummen, sondern auf Gütern, auf Waren beruhen muss. Die Banken waren aber überzeugt, dass nicht die starke Notenemission als Ursache der Teuerung bezeichnet werden konnte, wie dies von anderer Seite geschah, sondern der empfind-

12) Schweizerische Kreditanstalt, Effektenkursblatt vom 31. Juli 1917.

liche Warenmangel, der die Preise ansteigen liess. Dazu kam, dass die Schweiz dem Ausland jeden Preis bezahlen musste, wollte sie nicht auf die dringenden Importe verzichten. So äusserte sich Direktor Kurz am Bankiertag 1918 über die Notenzirkulation und die Teuerung wie folgt: „Mit einem Wort: es ist der Mehrbedarf, erzeugt durch den Krieg, der überall zu einer ungeahnten Steigerung der Notenzirkulation geführt hat, und es ist nicht recht ersichtlich, wie es der Nationalbank hätte möglich sein sollen, das Bedürfnis an Noten zu beschränken, ausser etwa durch vermehrte Belastung des offenen Marktes durch Weitergabe von Reskriptionen... Der Hauptgrund der Teuerung ist zweifellos die Warenknappheit, zu der sich noch andere Ursachen gesellen. Nicht das Geld bedeutet unsere Kaufkraft, sondern unser Einkommen, und da ist nun zu sagen, dass die Einkommen in weitestem Umfang eine mächtige Steigerung erfahren haben. Die Vermehrung des Einkommens ist gleichbedeutend mit einer entsprechenden Steigerung der Kaufkraft, und ich füge bei, auch der Kauflust, und wenn Kaufkraft und Kauflust sich steigern, müssen bei bestehender Warenknappheit die Preise der Waren um so rascher in die Höhe gehen... Meiner Meinung nach ist die Teuerung zurückzuführen: 1. in der Hauptsache auf die Warenknappheit, 2. auf die stark erhöhte Kaufkraft, 3. auf die Umwandlung von Vermögen in Kaufkraft und 4. auf die Tendenz, Ersparnisse in Waren anzulegen“¹³.

Die Inflation im Ausland, die sich in der Nachkriegszeit immer mehr verschärfte, blieb nicht ohne Wirkung auf die Schweiz. Wie wir an anderer Stelle festgestellt haben, hatten vor allem Handel und Industrie auf dem internationalen Markt einen schweren Stand, weil sie durch den hohen Stand des Frankens höhere Produktionskosten aufzuweisen hatten und damit gegenüber der ausländischen Konkurrenz benachteiligt waren. Als dann aus diesen Kreisen die Anregung laut wurde, den Stand des Frankens durch vermehrte Notenemission den benachbarten ausländischen Währungen anzupassen, um so die Konkurrenzfähigkeit zurückzugewinnen, sträubten sich nicht nur die Behörden und die Nationalbank gegen dieses Experiment, sondern auch die Banken widersetzten sich dem Gedanken einer künstlichen Inflation. Sie nahmen mit

13) NZZ Nr. 1333 vom 9. Oktober 1918.

aller Entschiedenheit gegen diesen Vorschlag Stellung, indem sie darauf hinwiesen, dass eine Notenvermehrung wohl eine Entlastung für die darniederliegenden Wirtschaftszweige bringen würde, aber nur so lange, bis die Inflation in der Schweiz das gleiche Ausmass angenommen habe wie im Ausland, dass damit aber gleichzeitig die gesunde Währung und das Vertrauen in den Schweizerfranken — welches die wertvollsten Aktiven für die schweizerische Volkswirtschaft in der Kriegs- und Nachkriegszeit bedeuteten — zweifelsohne der Vergangenheit angehörten¹⁴.

b) Stellungnahme zur Währungspolitik

Die Währungspolitik gewann für die Nationalbank mit dem Übergang zum System fluktuierender Wechselkurse an Bedeutung, wobei vor allem die währungspolitischen Mittel in den Vordergrund traten. Obwohl das Noteninstitut seine aktive Währungspolitik nur in bescheidenem Rahmen durchführen konnte — wenigstens während des Krieges, als das Ausland zum Schutz der eigenen Währung mannigfaltige Vorschriften erlassen und Massnahmen vorgekehrt hatte — versäumten es die Banken nicht, ihr Augenmerk auf die Tätigkeit der Notenbank zu richten. Dazu fühlten sie sich besonders deswegen veranlasst, weil die Währungspolitik, die vor dem Krieg sich streng an die Doktrinen der klassischen Notenbankpolitik gehalten hatte, sich nach Kriegsausbruch nicht mehr in diesem System bewegen konnte, sondern sich aus einzelnen Erlassen und Interventionen zusammensetzte, die je nach den Erfordernissen vorgenommen und angeordnet wurden.

Die schweizerischen Banken waren sich darüber einig, dass die Wechselkurse durch Angebot und Nachfrage, letzten Endes also durch die Zahlungsbilanz bestimmt wurden. Die Beeinflussung der Zahlungsbilanz als ganzes aber war ein Unterfangen, dem der ausserordentlichen Zeiten wegen ein Erfolg zum vornherein versagt bleiben musste. Die Banken stimmten hingegen mit der Ansicht der Nationalbank darin überein, dass die Zahlungsbilanz in erster Linie nur über die Kapitalverkehrsbilanz und sodann über die Kapitalertragsbilanz beeinflusst werden konnte. Das heisst der

14) Schweizerische Kreditanstalt, Jahresbericht 1921 und Schweizerische Bankgesellschaft, Revue Nr. 3 1921.

Ausgleich der Zahlungsbilanz kann herbeigeführt werden durch die Abtretung bestehender Forderungsrechte, also durch Verkauf von Wertpapieren, durch die Übertragung von Guthaben oder mittels Kreditoperationen und endlich durch Goldrimessen¹⁵.

Die Goldausfuhr suchte man zwar nach Kriegsausbruch in allen Ländern tunlichst zu vermeiden. Tatsächlich flossen aber allen Verboten und Schranken zum Trotz grosse Beträge an Gold besonders in die neutralen Lieferungsländer, die sich dadurch der Gefahr einer Goldinflation gegenübergestellt sahen. Die Gefahr, die den Goldrimessen innewohnte, wurde auch von den Banken erkannt, ebenso auch die Möglichkeit, den Goldimport durch Kapitalexport zu unterbinden, indem dem Ausland Kredite eröffnet werden können. Andererseits warnten auch die Banken vor einem übermässigen Kapitalexport, da während des Krieges niemand der weiteren Entwicklung gewiss sein konnte, so dass auch darin eine Gefahr heraufbeschworen werden kann, wenn ein kleines Land in ernsten Zeiten seine Forderungen an das Ausland um hunderte von Millionen Franken anwachsen lässt¹⁶. In diesem Sinn gelangte auch die Schweizerische Bankiervereinigung in einem Zirkular an ihre Mitglieder, in dem sie ihnen empfahl, zugunsten von Anlagen in langfristigen ausländischen Wertpapieren keine Propaganda zu betreiben, um die Ersparnisse im Lande zu behalten. „Wir anerkannten, dass nichts dagegen einzuwenden sei, wenn in der Schweiz wohnhafte Kapitalisten bei den gegenwärtigen Valutaverhältnissen ihre Guthaben in langfristigen Städtetiteln... festlegten, warnten aber davor, dass auch unsere Industrie an solchen Umwandlungen teilnehme und so nicht unbedeutende Kapitalien unserm Markt auf lange Zeit hinaus entziehe“¹⁷.

Die Kapitalknappheit, die unmittelbar nach Kriegsende zutage trat und der anschliessende Kapitalüberfluss, der sich mit Ausbruch der Wirtschaftskrise geltend machte, liessen immer wieder den Wunsch nach staatlichen und währungspolitischen Interventionen und Massnahmen aufkommen, dem die Banken aber nicht in vollem Umfang beistimmen konnten. In der Zeit der Kapitalknappheit

15) Direktor Kurz am Bankiertag 1918; NZZ Nr. 1327 vom 8. Oktober 1918.

16) NZZ Nr. 1327 vom 8. Oktober 1918.

17) Vereinigung von Vertretern des schweizerischen Bankgewerbes, Jahresbericht 1917/1918, S. 19 ff.

machten die Banken wohl den Vorschlag, der Bund und auch die Kantone sollten ihre Bedürfnisse durch Auslandsanleihen befriedigen, was eine zweifache Wirkung ausüben werde: Einmal werde der einheimische Kapitalmarkt fühlbar entlastet und sodann werde ein Anleihen auf die Entwicklung des Wechselkurses einen günstigen Einfluss ausüben¹⁸. Allen andern Forderungen nach staatlichen Interventionen, wie quantitative Kontrolle des Kapitalexportes durch die Nationalbank u. a. m. konnten die Banken aber nicht beipflichten, musste doch nach ihrer Auffassung das Gesetz von Angebot und Nachfrage eine natürliche Lösung bringen¹⁹.

Der Tiefstand der ausländischen Währungen, der neben dem Fehlen des Kaufwillens als Hauptfaktor des Darniederliegens der schweizerischen Volkswirtschaft in den ersten Zwanzigerjahren bezeichnet werden muss, beschäftigte auch die Banken. Die Wirkungen dieser Depression äusserten sich in einer Überschwemmung des inländischen Marktes mit ausländischen Waren, durch Stockung von Industrie, Gewerbe und Landwirtschaft und damit der schweizerischen Produktion, durch Arbeitslosigkeit, Abwanderung von Industrien und Arbeitskräften ins Ausland, Behinderung des Fremden- und Transitverkehrs, verminderte Kapitalerträge im Ausland und in Kapitalverlusten. Von Sachverständigen, die nach den Ursachen all der Erscheinungen und Folgen des hohen Standes unseres Frankens forschten, wurde vielfach die Meinung vertreten, der Schweizerfranken sei offenbar ein gesuchtes Objekt zu Anlagezwecken geworden und daher erfolge trotz der starken passiven Handelsbilanz eine übertriebene Nachfrage nach der Schweizerdevisen.

Eine am 31. Oktober 1921 abgehaltene Konferenz, zu der auch die Banken vom eidgenössischen Finanz- und Zolldepartement eingeladen worden waren, beschäftigte sich eingehend mit Massnahmen, die diesem Zustand abhelfen sollten (vgl. S. 56). Sie sprach sich zunächst einstimmig gegen eine künstliche Verschlechterung unserer Währung durch eine vermehrte Notenemission aus; hingegen wurde von einzelnen Teilnehmern der Meinung Ausdruck verliehen, dass sowohl von staatlicher, als auch von privater Seite an kapitalarme Staaten Darlehen gewährt werden sollten, um

18) Schweizerische Bankiersvereinigung, Jahresbericht 1919/1920, S. 28 ff.

19) Schweizerische Bankiersvereinigung, Jahresbericht 1921/1922, S. 10 ff.

damit unsere Produktion zu beleben, was tatsächlich auch befolgt worden ist ²⁰.

Der Gedanke der Einführung einer Devisenzentrale, die die Einlösung nur solcher Wechsel und Checks auf die Schweiz zu gestatten hätte, deren Gegenwert exportierte Schweizerfranken darstellte, wurde aber nicht nur von der Nationalbank, sondern auch von den Banken auf das schärfste verworfen. Die Banken wiesen in ihrer Argumentation u. a. auf die Erfahrungen der uns umgebenden Staaten hin, deren Misserfolge erkennen liessen, dass mit einer solchen künstlichen Kontrolle des Zahlungsverkehrs nichts Erspriessliches erreicht werden könnte ²¹.

Ein befriedigender Weg zur Lösung der Währungswirren konnte nach der Ansicht der Banken nicht allein auf nationaler Basis gefunden werden, da es sich um ein Problem internationaler, mindestens intereuropäischer Tragweite handelte. Aber dieser „gor-dische Knoten“ konnte nicht einfach durchschnitten werden. Die Konferenzen von Brüssel und Genua versuchten, die Grundlagen zu schaffen, auf denen die Gesundung der europäischen Währungen herbeigeführt werden sollte. Die Ansichten, welche die Banken zur Besserung der Lage im Inland vertreten hatten, stimmten dabei mit den Vorschlägen der Wirtschaftskonferenzen weitgehend überein. In erster Linie handelte es sich nicht um einzelne Massnahmen, die es vorzukehren galt, sondern um die Umgestaltung der Zahlungsbilanz, die dadurch wieder in das Gleichgewicht gebracht werden sollte. *Conditio sine qua non* sei daher, die Wirtschaft von den staatlichen Vorschriften und Eingriffen, die zum Teil noch aus der Kriegszeit stammten, zu befreien, um wieder zum selbsttragenden System der Vorkriegszeit zurückkehren zu können ²².

Trotz dieses Bekenntnisses zur Rückkehr zur liberalen Wirtschaftsordnung wurde in Bankkreisen die Meinung laut, die Nationalbank müsse nochmals auf dem Markt intervenieren, als im Jahre 1923 der Schweizerfranken gegenüber dem Dollar erneut ein grosses Disagio aufzuweisen hatte. Die Banken waren überzeugt,

20) Schweizerische Bankiervereinigung, Jahresbericht 1921/1922, S. 31 ff.

21) Ebenda.

22) Erb, R.: Die Stellungnahme der schweizerischen Grossbanken zu den bank- und währungspolitischen Problemen der Kriegs- und Nachkriegszeit, S. 118 ff.; Basler Handelsbank, September 1922, Bulletin 295.

dass es sich nicht um ein fundamentales, sondern lediglich um ein vorübergehendes Ungleichgewicht handle, wie sie auch in der Vorkriegszeit wiederholt aufgetreten seien, dank des tadellos funktionierenden internationalen Kreditverkehrs aber spielend überwunden werden konnten. Die Verhältnisse lagen aber insofern anders, als die Banken in den Vereinigten Staaten wohl beliebige kurzfristige Kredite aufzunehmen in der Lage waren, der grossen Geldflüssigkeit wegen hingegen keine Verwendungsmöglichkeiten sahen, und daher nicht selbst zur Behebung der Fluktuation beitragen konnten. Sie glaubten deshalb, eine Intervention der Nationalbank in der Form eines angemessenen Goldexportes sei gerechtfertigt; die Vorteile seien bestimmt grösser als die Nachteile, die durch die Schwankungen des Schweizerfrankens hervorgerufen würden²³.

Die Banken benützten erneut die Gelegenheit, auf Grund dieser Fluktuationen des Frankens darauf hinzuweisen, dass diese Schwankung eingetreten sei, obwohl unsere Währung durchaus gesund sei. „Die Haltung unserer Valuta ist vor allem bedingt durch die Bilanz der Kapitalanlagen. Diese aber wird beeinflusst durch das Mass des Vertrauens in die Wirtschafts- und Finanzpolitik des Landes sowie durch den Grad des Vertrauens in die künftige Gestaltung unserer Valuta“²⁴. Damit verlangten aber die Banken einmal eine gesunde Finanzpolitik des Staates, wobei sie in erster Linie die Konsolidierung der schwebenden Schulden erstrebten. Sodann wünschten sie eine Währungspolitik, die stabile Wechselkurse gewährleisten kann, was nur möglich sei, wenn unsere Währung wieder an das Gold gebunden werde. Und drittens erhofften sie eine Diskontpolitik, die mit ihrem Mechanismus voll zum Zuge gelangen und zur Stabilisierung der Währung beitragen konnte.

Eine direkte Kritik an der Politik der Notenbank übten die Banken im Jahre 1923, zur Zeit des Geldüberflusses also, während der die Nationalbank sich nicht zu Interventionen herbeilassen wollte, die nach der Meinung der Behörden — und, wie wir weiter oben festgestellt haben, auch der Banken — durchaus am Platze gewesen wären. Zum ersten bezeichneten sie es als Fehler, dass die Nationalbank im August 1922 ihren offiziellen Diskontsatz auf 3 % ermässigt hatte, auf einen Satz, der der inneren Lage des schweizerischen Geldmarktes, namentlich des Anlagekapitals, nicht

23) NZZ Nr. 648 vom 14. Mai 1923.

24) NZZ Nr. 1143 vom 23. August 1923.

relevant gewesen sei. Sodann hätte die Nationalbank nebst den bereits erwähnten Goldexporten einen grossen Teil der Reskriptionen, die sie in ihrem Portefeuille gehütet hat, auf dem Markt anbieten sollen, um die überflüssige Geldmenge an sich zu ziehen, was einer Intervention auf dem Devisenmarkt zum Erfolg verholfen hätte ²⁵.

Die Rückbildung des Dollaragios und die Rückkehr des Schweizerfrankens zur Parität bestätigten die Richtigkeit der Vorschläge der Banken. Wenn auch die Veränderungen des amerikanischen Marktes und der dortigen Finanzpolitik nicht unwesentlich dazu beigetragen hatten, „so rechtfertigt sich doch ein Hinweis auf die anhaltend fortschreitende Konsolidierung des inneren Wertes der schweizerischen Währung“ ²⁶, die auf die Besserung der Staatsfinanzen und des Wirtschaftslebens, auf das Anleihen des Bundes in den Vereinigten Staaten und nicht zuletzt auf das zurückgekehrte Vertrauen zurückzuführen war ²⁷.

4. Handel und Industrie

Der Währungsfrage brachten unser Handel und die Industrie in der Vorkriegszeit kein ausgesprochenes Interesse entgegen, waren sie doch unter dem Goldstandard des stabilen Wechselkurses gewiss, um darauf ihre geschäftlichen Beziehungen mit dem Ausland aufbauen und aufrecht erhalten zu können. Mit Kriegsausbruch änderte sich dies aber grundlegend, und die Vertreter derjenigen Wirtschaftszweige, die massgebend am Aussenhandel beteiligt waren, bekundeten eine grosse Aufmerksamkeit für die Gestaltung der schweizerischen Währungspolitik und für die Entwicklung des schweizerischen Wechselkurses. Die Bedeutung der Währungsfrage wurde ausserdem noch dadurch erhöht, dass mit Kriegsausbruch die Internationalität des Marktes, die multilateralen Verflechtungen der wirtschaftlichen Tätigkeit, in langem Bemühen entwickelt, einer Nationalisierung der Märkte, einer bilateralen Wirtschaftspolitik weichen mussten. Der Freizügigkeit des wirtschaftlichen Lebens, dem liberalen Geschäftsgebaren stellte sich die staatlich

25) Schweizerischer Bankverein, Bericht Nr. 8/1923.

26) NZZ Nr. 1303 vom 2. September 1924.

27) NZZ Nr. 1997 vom 31. Dezember 1924.

gelenkte Wirtschaft des Auslandes gegenüber, die nicht mehr im Zeichen des Wohlstandes und der Entwicklung sich befand, sondern durch die Notwendigkeit des Krieges und dessen Bedürfnisse gelenkt wurde. Dieser Umschwung musste ganz besonders Handel und Industrie der Schweiz treffen, die weitgehend vom Bestand und von der Freiheit des Aussenhandels abhängig sind.

A. Handel und Industrie bei einem System fluktuierender Wechselkurse

Einem Währungssystem mit fluktuierenden Wechselkursen sind verschiedene Eigenschaften inhärent, die wir zunächst festhalten wollen, um daraus das Verhalten des Aussenhandels bei Wechselkursfluktuationen verfolgen zu können, was uns später das Verständnis der Stellungnahme von Handel und Industrie zur Papierwährung und fluktuierenden Wechselkursen in der Schweiz erleichtern wird.

Fluktuierende Wechselkurse enthalten zunächst für das Wirtschaftssubjekt, das am Aussenhandel beteiligt ist, Faktoren der Unsicherheit; denn es ist ungewiss, ob in der Zeit zwischen Verkauf und Zahlung keine Wechselkursverschiebungen eintreten werden, die den erwarteten Gewinn in einen Verlust umwandeln können. Diese Möglichkeit verlangt vom Exporteur die Berechnung einer Risikoprämie, die ihrerseits die Konkurrenzfähigkeit ungünstig beeinflusst.

Sodann werden die Kapitalanlagen im Ausland erschwert, weil für den inländischen Kapitalgeber immer die Gefahr besteht, durch Preisänderungen auf dem Devisenmarkt Verluste tragen zu müssen. Wird das Risiko auf den ausländischen Geldnehmer abgewälzt, wird dieser zögern, ausländisches Kapital in Anspruch zu nehmen.

Besonders durch Kursschwankungen gefährdet sind die kurzfristigen Geldkredite, weil — mit Ausnahme nur geringer Fluktuationen — die Risikoprämie der kurzen Dauer des Geschäftes wegen, durch den Zinserlös nicht aufgewogen werden kann.

Wechselkursfluktuationen stören nicht zuletzt die gesamte Volkswirtschaft, weil sie auf dem inländischen Markt eine Unsicherheit hervorrufen, die auf die wirtschaftliche Kontinuität des Inlandes lähmend wirkt. Dieser Faktor nimmt seinen Anfang beim

Exportgeschäft, das durch die Fluktuationen eine entsprechende sporadische Ausweitung und Schrumpfung erfährt. Diese Expansion bzw. Kontraktion beeinflusst die Einkommenselastizität der Nachfrage im Inland und ist somit Ausgangspunkt für eine latente Gefahr für das Gleichgewicht auf dem inländischen Markt, was um so schwerwiegender ins Gewicht fällt, als der Einkommensveränderung eine multiplikative Wirkung immanent ist.

Tritt nun eine Änderung der Wechselkurse ein und erhöht sich die Nachfrage im Inland nach Importgütern, so wird gleichzeitig eine zusätzliche Nachfrage nach ausländischen Zahlungsmitteln sich einstellen, was graphisch in einer Verschiebung der Nachfragekurve für Devisen zum Ausdruck kommt. Bei einem gleichbleibenden Angebot an Devisen wird dadurch der Kurs zu steigen beginnen und eine relative Preisänderung der Import- und Exportgüter zur Folge haben. Somit werden die Preise der Importgüter im Inland, ausgedrückt in inländischen Währungseinheiten, steigen, während die Exportgüter, ausgedrückt in ausländischen Währungseinheiten, billiger werden. Weil nun die Importe eingeschränkt, die Exporte hingegen ausgedehnt werden, wird das Angebot an ausländischen Währungseinheiten zunehmen und ein neues Gleichgewicht wird sich einstellen, sobald die Kosten für die Importe den Exporterlösen gleich sein werden.

Die Elastizitätsverhältnisse auf dem Devisenmarkt sind nun massgebend, auf welchem Kursstand das neue Gleichgewicht sich einstellen wird. Oder mit andern Worten ausgedrückt, das neue Gleichgewicht wird durch die Verschiebung des effektiven Austausches bestimmt, ausgedrückt durch das Verhältnis von Import- und Exportgütermenge. (Je mehr Güter bei gleichbleibenden Importmengen exportiert werden müssen, um so schlechter ist das Verhältnis und desto höher wird das neue Gleichgewicht liegen.) Die Elastizität von Angebot und Nachfrage auf dem Devisenmarkt ist aber von verschiedenen Faktoren abhängig¹, denen wir kurz unsere Aufmerksamkeit zuwenden wollen.

Auf der Seite des Angebotes ist zunächst die Elastizität der angebotenen Devisenmenge bestimmt durch den Grad der Elastizität der ausländischen Nachfrage nach inländischen Exportgütern. Sodann wird die Elastizität des Angebotes beeinflusst durch den

1) Boulding, K. E.: Economic Analysis, S. 128 ff.

Umstand, in welchem Umfang die Güter, die exportiert werden, im Ausland substituiert werden können. Die Elastizität der Substitution ist nun um so kleiner, je schwerer ein Gut ersetzt werden kann und je geringer die Zahl der Güter ist, die an Stelle des aus dem Ausland importierten Gutes treten können. Je kleiner demnach die Elastizität der Substitution im Ausland ist, um so unelastischer wird das Angebot an Devisen sein. Ausser diesen beiden Faktoren wird die Elastizität der angebotenen Devisenmenge auch von der Elastizität des Angebotes an inländischen Exportgütern abhängig sein, also davon, ob die Exportgüterindustrie im Inland in der Lage sein kann, der geänderten Situation Herr zu werden und der gestiegenen Nachfrage seitens des Auslandes sofort Folge leisten zu können. Und ein weiterer, nicht unwesentlicher Faktor, der schliesslich die Elastizität des Angebotes auf dem Devisenmarkt beeinflusst, ist im Bestehen von direkten quantitativen Importbeschränkungen oder Schutzzöllen des Auslandes zu erblicken, die jegliche Erhöhung der Exportmenge zum vornherein verunmöglichen oder erschweren.

Ähnlich wie beim Angebot verhalten sich die Faktoren, die auf der Seite der nachgefragten Devisenmenge wirksam werden. Auch hier hängt die Elastizität der Nachfrage nach Devisen von der Elastizität der Nachfrage nach Importgütern im Inland ab und je kleiner die Elastizität der Substitution ist, um so unelastischer wird die Nachfrage nach Devisen sein. Aber ebenso beeinflusst das ausländische Warenangebot entsprechend seiner Elastizität die Devisennachfrage und schliesslich werden quantitative Importrestriktionen bewirken, dass die Elastizität der nachgefragten Devisenmenge um so kleiner wird, je höher der Wechselkurs steigt und gleich null sein, wenn die Importquoten erschöpft sind.

Daraus können wir nun folgern, dass der Wechselkurs um so höher steigen muss, je geringer die Elastizität der Importnachfrage sowohl des Inlandes als auch des Auslandes ist, um das Gleichgewicht wieder herzustellen. Das wirkt sich aber wiederum auf eine Verschlechterung der effektiven Austauschverhältnisse aus, die bei einem zu hohen Kursstand die Erhaltung des inneren Gleichgewichtes gefährden können, indem die Änderung der relativen Preise der Import- und Exportgüter zu inflationären oder deflationären Tendenzen in der Preis- und Einkommenssphäre des Inlandes (wie auch des Auslandes) führen können.

Dieser theoretische Exkurs über die Wirkungen einer Wechselkursverschiebung auf die sichtbare Zahlungsbilanz mag genügen, damit wir uns nun der Stellungnahme von Handel und Industrie zum System fluktuierender Wechselkurse und zur Politik der Nationalbank zuwenden können.

B. Die Stellungnahme von Handel und Industrie zur Währungspolitik und zu den währungspolitischen Massnahmen von 1914 bis 1924

Die Folgen des Krieausbruches zeigten sich für Handel und Industrie zunächst darin, dass überall Ausfuhrverbote in grosser Zahl erlassen wurden, während die Wirkungen, die der Krieg auf unsere Währung ausgeübt hatte, von der öffentlichen Meinung noch wenig beachtet wurden, höchstens dass man sich über die Höhe gefreut hat, die der Schweizerfranken eingenommen². Trotzdem waren sich die massgebenden Kreise bewusst, dass die Stellung des Frankens keineswegs gesichert sei. „Die Ungewissheit über die fernere Entwicklung der Wechselkurse veranlasste die Exporteure vielfach, die bisherigen Zahlungsbedingungen zu ändern und Zahlung in Schweizervaluta zu verlangen, wo früher in der Valuta des Absatzlandes bezahlt worden war“³.

In gleicher Weise befürchteten die Importeure, Verluste erleiden zu müssen, die mit dem anwachsenden Preisniveau entstehen können, obwohl der Bundesrat in seinem Beschluss vom 10. August 1914 gegen die Verteuerung von Nahrungsmitteln und anderen unentbehrlichen Bedarfsartikeln Vorkehrungen getroffen hatte. Die Basler Handelskammer richtete in diesem Zusammenhang am 12. Dezember 1916 einen Brief an das eidgenössische Volkswirtschaftsdepartement, in dem auf das Risiko der Importeure hingewiesen wurde: „... Dem gesamten Zuwachs an Kosten läuft nun parallel die immer höher gehende Entwicklung der Preise. Je höher aber das Preisniveau steigt, um so grösser wird die Gefahr von Verlusten bei der Rückkehr zu normalen Verhältnissen. Dieser Umschwung ist unausweichlich. Und die damit verbundene Gefahr für den Importeur wächst natürlich mit der Länge der Frist, um

2) NZZ Nr. 1677 vom 9. Dezember 1915.

3) Vorort des schweizerischen Handels- und Industrievereins, Jahresbericht 1915, S. 274.

welche gegenwärtig vorausbestellt werden muss, um überhaupt je einmal Ware zu erhalten. Es ist gar nicht ausgeschlossen, dass jetzt zu den teuren Kriegspreisen bestellte Ware erst zu einer Zeit in den Besitz des Händlers kommt, wo infolge der Friedensverhandlungen das Preisniveau bereits wieder tiefer und daher für den Importeur verlustbringend geworden ist..."⁴.

Während des Krieges wurde die Meinung gehegt, dass bei Kriegsende das Gold, das in den Kellern der Notenbanken ruhte und dort gehütet wurde — sofern es nicht von den Kriegführenden zu Zahlungen an die Neutralen Verwendung fand — freigegeben werde, um dem Nachholbedarf jedes Landes zu genügen, weil die Exporte nicht ausreichen würden, die Importe zu kompensieren. Das werde auch für die Schweiz zutreffen. So äusserte sich der Vorort in seinem Jahresbericht: „Mit einiger Gewissheit muss aber damit gerechnet werden, dass nach dem Krieg auch das schweizerische Zentralinstitut genötigt sein wird, einen Teil seines Goldbestandes wieder an das Ausland abzugeben; denn die schweizerischen Industrien werden bei Wiederaufnahme der normalen Tätigkeit grossen Bedarf an Rohstoffen haben, zu deren Bezahlung der Export nur einen Teil liefern wird, während der Rest durch Verkauf fremder Wertpapiere oder durch Abgabe von Gold beglichen werden muss“⁵. Damit wird der Auffassung Ausdruck verliehen, dass die Nationalbank gut daran getan habe, ihren Metallbestand zu äufnen und nicht gleich den entsprechenden Betrag an Noten in Umlauf gebracht hatte.

In der Kriegszeit finden wir allerdings nur spärliche Äusserungen, in denen aus Kreisen des Handels und der Industrie zur Währungspolitik oder zu einzelnen Fragen Stellung bezogen wurde. Nach einer relativ kurzen Übergangszeit nach Kriegsausbruch konnte unsere Industrie sich auf die Kriegsproduktion umstellen und zum Teil grosse Aufträge von den kriegführenden Staaten entgegennehmen, was deutlich in der Entwicklung der Handelsbilanz sichtbar wird, die im Jahre 1916 sogar aktiv war (vgl. Tabelle 2, Seite 11). Von der Kriegsproduktion waren lediglich jene Industrien ausgeschlossen, die ausschliesslich Luxusgüter produzierten, nach denen das Ausland keine Nachfrage hatte. Solange aber

4) Basler Handelskammer, Jahresbericht 1916.

5) Vorort des schweizerischen Handels- und Industrievereins, Jahresbericht 1916, S. 269.

die Mehrzahl der Industrien Aufträge entgegennehmen konnte, hatten sie keine Ursache, an der Währungspolitik Kritik zu üben. Wenn wir die Umstellung auf andere Zahlungskonditionen zur Ausschaltung des Risikos — was wir weiter oben erwähnt haben — an dieser Stelle unberücksichtigt lassen, so können wir die Stellungnahme von Handel und Industrie dahin charakterisieren, dass sie die Papierwährung als Notlösung betrachteten und im übrigen der Währungspolitik des Noteninstitutes Vertrauen entgegenbrachten, was wir in einer Äusserung, die aus diesen Kreisen stammt, bestätigt finden: „Auf Grund dieser Beschlüsse wird die Nationalbank besser als es sonst der Fall gewesen wäre, in den Stand gesetzt, ihre Metallreserve zu behalten und so von ihrer hohen Warte aus durch die Devisenpolitik, die sie schon bisher immer mit so viel Geschick übte, die Wechselkurse und den Stand unserer Währung zu beeinflussen und gegen ungünstige Einwirkungen möglichst zu schützen“⁶.

Bei Kriegsende war es vor allem die stark erhöhte Notenzirkulation, die zu zahlreichen Diskussionen Anlass gab. Von seiten des schweizerischen Handels- und Industrievereins wurde aber — wie auch von anderen zuständigen Stellen — der verbreiteten Meinung entgegengewirkt, die Nationalbank sei schuld an der Teuerung: „Unerwiesen und zum mindesten stark übertrieben ist die viel verbreitete Meinung, dass der erhöhten Zirkulation die Hauptschuld an der allgemeinen Warenteuerung zukomme, und dass es der Nationalbank möglich gewesen wäre, den Umlauf an Papiergeld nicht auf diese Höhe anschwellen zu lassen und so die Teuerung zu verhindern. Eine gewisse Wechselwirkung ist kaum in Abrede zu stellen; aber für die Teuerung sind in erster Linie die Preise des Weltmarktes massgebend, und diese wiederum sind in der Hauptsache bedingt durch Nachfrage und Angebot“⁷.

Wir haben schon erwähnt, dass während der Kriegszeit der Währungsfrage keine überaus grosse Bedeutung zugemessen wurde, da unserer Industrie von den Kriegführenden genügend Aufträge zugeflossen waren. Die Kriegsproduktion kam notwendigerweise mit Abschluss des Waffenstillstandes zu einem Ende, so dass für die schweizerische Industrie und für den Handel die Entwicklung

6) NZZ Nr. 1169 vom 31. Juli 1914.

7) Vorort des schweizerischen Handels- und Industrievereins, Jahresbericht 1918, S. 395.

unseres Wechselkurses zum lebenswichtigen Problem geworden war; denn die Versorgung des Inlandmarktes, wie auch der Absatz im Ausland wurde von seiner weiteren Gestaltung abhängig. Eine grosse Gefahr bildeten in erster Linie die Länder mit entwerteten Währungen — besonders Deutschland —, die hauptsächlich auf dem Inlandmarkt die einheimische Industrie mit der Einfuhr von Konkurrenzprodukten schädigen konnten. Ausserdem wurde es für unsere Industrie immer schwieriger, sich auf den ausländischen Märkten halten zu können, ganz abgesehen davon, dass Länder mit entwerteten Währungen Importe aus der Schweiz möglichst zu vermeiden suchten.

Es ist deshalb verständlich, wenn Handel und Industrie immer wieder mit Vorschlägen zur Besserung ihrer Lage an die Öffentlichkeit traten oder diese direkt den Behörden unterbreiteten. So hofften sie zunächst, dass damit Abhilfe geschaffen werden könne, indem den Ländern mit niedriger Währung Exportkredite gewährt würden, um so die Lieferungen nach diesen Ländern vermehrt aufzunehmen. Andererseits glaubten diejenigen Industriezweige, die im Inland unter der Konkurrenz der Länder mit entwerteter Währung zu leiden hatten, mit der Erhebung von Differenzialzöllen oder ähnlichen Massnahmen werde sich auch ihre Lage bessern. Von diesen Überlegungen ausgehend, wurde dahin argumentiert, dass die Nachfrager auf dem Konsumgütermarkt zugleich Anbieter auf dem Markt für Produktionsfaktoren seien. Profitieren nun die Konsumenten von den billigen ausländischen Produkten, so lähmen sie die einheimische Produktion, so dass die Unternehmer weniger Produktionsfaktoren nachfragen werden, was aber wiederum auf die Konsumentensphäre rückwirken werde, weil damit weniger Einkommen ausbezahlt werden. Um nun diese schädlichen Wirkungen auszuschalten, die zu schweren Kreislaufstörungen führen müssen, sei es notwendig, die Preisparität zwischen den ausländischen und den einheimischen Produkten herzustellen, was am besten dadurch bewerkstelligt werden könne, wenn die Einfuhr der betreffenden Produkte einer Bewilligungspflicht unterstellt würde und die Bezahlung der Importe an eine Zentralstelle zu einem festgesetzten Preis bzw. Umrechnungskurs zu erfolgen habe⁸.

8) NZZ Nr. 1504 vom 2. Oktober 1919.

Den Behörden widerstrebte es allerdings, nach Kriegsende erneut zu Einfuhrverboten oder doch zu tiefgreifenden Behinderungen der Einfuhr schreiten zu müssen, herrschte doch die Meinung vor, der Wirtschaft in ihren Entscheidungen immer mehr freie Hand zu lassen, um so der liberalen Ordnung wieder zum Durchbruch zu verhelfen (vgl. Seite 51). Andererseits befürchteten die Behörden wohl auch irgendwelche Repressalien der betroffenen Länder, welche die erwartete Besserung der Lage wieder zunichte gemacht hätten.

Handel und Industrie fühlten sich aber um so mehr im Recht, staatliche Interventionen anfordern zu dürfen, als in der ausländischen Presse bekundet wurde, dass auf deutscher Seite die Tendenz bestehe, mittels der entwerteten Währung eine systematische Exportpolitik zu betreiben. Diese beruhe darin, dort billige Preise anzusetzen, wo auch die ausländische Konkurrenz anzutreffen sei, Frankenpreise oder Preiszuschläge hingegen dort zu verlangen, wo ein konkurrenzierendes Angebot nicht vorliege⁹.

Dass diese Stellungnahme des Auslandes die Vertreter von Handel und Industrie aufbrachte, ist nur zu verständlich. Der Verband Schweizerischer Spezialfabriken der Elektrotechnik äusserte sich zu diesem Problem in seinem Jahresbericht, den wir als Beispiel zitieren möchten, wie folgt: „Der Vorstand hat zur Frage der Erlassung eines Einfuhrverbotes für Halb- und Ganzfabrikate aus Deutschland... Stellung genommen, da Deutschland, unter Missachtung des noch zu Recht bestehenden Handelsvertrages, unser Land unter Ausnützung der für uns ungünstigen Valutaverhältnisse mit Waren überschwemmt, die unsere Industrie in mindestens gleichwertiger Qualität herstellt, während es unter nichtigen Vorwänden die von den schweizerischen Betrieben benötigten Rohmaterialien und vorgearbeitete Teile zurückbehält oder zu Preisen liefert, die jede Konkurrenz unserer Produkte mit den deutschen Fertigfabrikaten ausschliesst. Die Behörden nahmen von einem Einfuhrverbote vorläufig Umgang... Wir erachten es für billig, dass der Staat jetzt die bedrängte Industrie schützt, nachdem er sie durch an sich berechtigte Massnahmen gezwungen hat, während der Kriegszeit Opfer zu bringen, indem er ihr den Absatz in das

9) Frankfurter Zeitung, wiedergegeben in NZZ Nr. 1504 vom 2. Oktober 1919.

Ausland oft verweigerte, um einen genügenden Vorrat an elektrotechnischen Waren im Inland zu besitzen“¹⁰.

Aus Kreisen des Handels und der Industrie sind in der Folge noch weitere Massnahmen vorgeschlagen worden, deren wichtigste wir auch schon erwähnt haben. Es wurde nämlich angeregt, durch eine vermehrte Banknotenausgabe den Schweizerfranken auf den Stand der benachbarten Währungen zu bringen, mit Hilfe der Inflation also unsere Währung zu entwerten. Zweifellos hätte diese Massnahme den gewünschten Erfolg gebracht, die valutarischen Konkurrenzbedingungen für Handel und Industrie zu beseitigen. Da dieser Vorschlag aber undurchführbar war, aus Gründen, die wir schon dargelegt haben, erübrigt es sich, noch länger dabei zu verweilen.

Mit zunehmender Wirtschaftskrise entschlossen sich die Behörden dann doch, dem Drängen der Industrie zu willfahren und führten auf Grund des Bundesbeschlusses vom 18. Februar 1921 die ersten Einfuhrverbote in der Nachkriegszeit ein. Nun ist es aber naturgemäss schwierig, einem Produktionszweig den Schutz zu versagen, nachdem er einem andern bereits gewährt worden ist, so dass, wenn erst ein Einfuhrverbot erlassen wurde, zwangsläufig ein zweites, drittes und so fort folgen muss.

Es war denn auch zu erwarten, dass in manchen Industriekreisen Enttäuschungen über die Wirkung dieser Einfuhrverbote laut wurden. Es liessen sich auch bald Stimmen vernehmen, die die Einfuhrverbote durch Produktionskostenzuschläge ersetzt wissen wollten, die einen noch besseren Erfolg zeitigen würden, weil dadurch die Einfuhr aus Ländern mit normalen Verhältnissen nicht beeinträchtigt würde; gleichzeitig sei auch den Produktionskostenzuschlägen der diskriminierende Charakter der Einfuhrverbote nicht eigen.

Die Einfuhrverbote schützten wohl die schweizerische Industrie auf dem inländischen Markt, halfen aber nicht mit, die Währungsunterschiede zu beseitigen. Denn im Jahre 1921 gelang es bekanntlich dem Franken, die Goldparität zu überschreiten, so dass sich dadurch die Spannung zwischen der schweizerischen Währung und den entwerteten ausländischen Währungen noch vergrösserte. Das Ansteigen des Kurses ist zunächst aber bedingt durch eine ver-

10) NZZ Nr. 1058 vom 17. Juli 1919.

mehrte Nachfrage nach Zahlungsmitteln, die ausgelöst wird durch Verminderung der Einfuhr oder durch gesteigerten Export. Die Verminderung der Einfuhr wurde mit den erlassenen Einfuhrverboten herbeigeführt, so dass der Schutz für die Industrie die valutarischen Schwierigkeiten noch vergrössern half. Aus dieser Erkenntnis heraus wurde auch darauf hingewiesen, dass es notwendig sei, das Angebot an Schweizerfranken zu erhöhen, sei es durch Kredite oder Vorschüsse an das Ausland, um ein weiteres Ansteigen des Kurses verhindern zu können¹¹.

Die rückläufige Bewegung des Frankens, die das Disagio gegenüber dem Dollar erneut entstehen und anwachsen liess, kam unserer Exportindustrie hingegen sehr gelegen, wurden doch die schweizerischen Waren auf dem Weltmarkt billiger. Handel und Industrie begrüsst diese Entwicklung besonders deswegen, weil sie nicht nur unter dem relativ hohen Stand des Frankens zu leiden hatten, sondern auch die Depression noch nicht überwunden hatten¹². Sie erhofften deshalb von der Verbilligung des Schweizerfrankens eine gewisse Erleichterung in den Konkurrenzbedingungen. Dass in diesen Kreisen der Wunsch nach einer Intervention der Nationalbank nicht gehegt wurde, ist daher verständlich. Ebenso aber auch das Missfallen, das in dieser Zeit allen währungspolitischen Massnahmen des Noteninstitutes entgegengebracht wurde, die darauf tendierten, den Franken wieder auf den Stand der Goldparität zu bringen. „Wir meinen nun keineswegs, der Schweizerfranken müsse auf die Parität des französischen oder der Lira kommen, aber uns scheint, die Nationalbank hätte mit ihrer Intervention nicht so ängstlich pressieren sollen und der leichten Abschwächung unseres Frankens ruhig noch etwas zusehen und die weitere Entwicklung abwarten können“, wie sich ein Vertreter der Exportindustrie zu dieser Frage geäussert hatte¹³.

Aus industriellen Kreisen wurde auch der Meinung Ausdruck verliehen, dass eine künstliche Beeinflussung der Währung nur mit äusserster Sorgfalt und Behutsamkeit angewendet werden sollte, da die währungspolitischen Massnahmen lediglich zur Korrektur der natürlichen Einflüsse zu dienen hätten. Die Devisenpolitik,

11) NZZ Nr. 1605 vom 10. November 1921.

12) Der Export betrug im ersten Semester 1923 noch 769 Mio. Franken, während die gleiche Periode des Vorjahres 1031 Mio. aufweisen konnte.

13) Basler Nachrichten vom 16. Oktober 1923.

an die dabei in erster Linie gedacht wurde, könne allein eine dauernde Senkung bestimmt nicht verunmöglichen, sondern nur verzögern und mildern. Somit dürften nicht nur währungspolitische Interventionen ins Auge gefasst werden, sondern es müssten gleichzeitig auch jene wirtschaftlichen Faktoren zur Mithilfe herangezogen werden, die den Kurs des Frankens beeinflussen könnten. Und hier wiederum sei es die Exportindustrie, die über den Weg der Handelsbilanz nicht unwesentliche Wirkungen auf die Entwicklung des Wechselkurses ausüben könne. Von gleicher Seite wurde auch der Vorschlag gemacht, „ob nicht Besprechungen der Interessentenkreise von Zeit zu Zeit speziell zu schaffen wären, um zu beraten, wie die Valutapolitik der Schweiz zu gestalten wäre. Ausser den Vertretern der Nationalbank und des Finanzdepartements wären solche der Gross- und Privatbanken, der Industrie, des Handels, der Universität und die Handelsredaktoren der grösseren Tageszeitungen beizuziehen“¹⁴.

Wir wissen, dass das Jahr 1924 eine entscheidende Wendung zur Besserung im schweizerischen Wirtschaftsleben gebracht hat. Diese Tendenz kann aber nicht nur auf die weitsichtige Wirtschafts- und Währungspolitik der Schweiz zurückgeführt werden, was keineswegs eine Schmälerung der Leistung der Behörde und der Nationalbank bedeuten soll. Die Besserung des internationalen Wirtschaftslebens hat wesentlich dazu beigetragen, das Gleichgewicht auch in der Schweiz wieder herzustellen. Hier sei nur die Stabilisierung der Währungen einiger für uns wichtiger Länder — namentlich Deutschlands — erwähnt, was eine Quelle der Unsicherheit zum Versiegen gebracht hat. Und auf vielen Gebieten, so in der Uhrenindustrie, im Baugewerbe, in der Hotellerie, im Transportgeschäft usw., nahm die Beschäftigung zu. Die Rückkehr zu den internationalen geschäftlichen Beziehungen zeigte sich aber vor allem dadurch an, dass Termingeschäfte in Devisen in vermehrtem Mass wieder getätigt werden konnten, nachdem während des Krieges und in den ersten Nachkriegsjahren solche Transaktionen nicht oder nur in bescheidenem Rahmen durchgeführt werden konnten. Diese Termingeschäfte kamen einem grossen Bedürfnis von Handel und Industrie nach, die damit wieder in der Lage waren, sofort den Kurs sicherzustellen, der der jeweiligen

14) NZZ Nr. 1235 vom 11. November 1923.

Kalkulation zugrunde gelegt war. Damit konnten unliebsame Überraschungen, wie sie in den vorhergehenden Jahren durch Veränderungen der Wechselkurse entstanden waren, ausgeschaltet werden ¹⁵.

Diese Veränderungen im Wirtschaftsleben liessen die Währungsfrage, die besonders in der Nachkriegszeit zu zahlreichen Diskussionen Anlass geboten hatte, etwas in den Hintergrund treten. Die Stabilisierung der Wechselkurse und die Befreiung der Geschäftstätigkeit von den bisherigen Hemmnissen und die Aussicht für ein Wiederaufleben des freien Spiels der Goldwährung trugen dazu bei, dass Handel und Industrie sich nicht mehr bemüssigt fühlten, ihre Aufmerksamkeit in gleichem Umfang der Währungspolitik zu schenken.

5. Die Landwirtschaft

Die Währungsfrage wird selten direkt mit der Landwirtschaft in Zusammenhang gebracht, wohl deshalb, weil die Landwirtschaft den währungspolitischen Problemen im allgemeinen wenig Interesse entgegenbringt. Wenn wir hier trotzdem die Landwirtschaft im Verein mit den andern Wirtschaftszweigen erwähnen, so geschieht dies lediglich zur Vervollkommnung der gesamten zeitgenössischen Stellungnahme zum Problem der fluktuierenden Wechselkurse. Bevor wir uns im einzelnen damit befassen, wollen wir aber eine kurze allgemeine Überlegung voranschicken, die uns die grundsätzliche Einstellung der Landwirtschaft und ihrer Vertreter zur Währung, besonders zur Papierwährung mit fluktuierenden Wechselkursen zur Kenntnis bringen soll.

A. Die Stellungnahme der Landwirtschaft zu den fluktuierenden Wechselkursen

Wenn wir uns fragen, wie die Landwirtschaft die Papierwährung und die fluktuierenden Wechselkurse beurteilte, müssen wir zunächst von der Frage nach den wirtschaftlichen Überlegungen

15) Basler Handelskammer, Jahresbericht 1924, S. 7 und 64 ff. Vorort des schweizerischen Handels- und Industrievereins, Jahresbericht 1924, Seite 404 ff.

des Landwirtes ausgehen. In erster Linie ist nun der Landwirt an einem hohen Realeinkommen interessiert, wofür aber nicht die absolute Höhe der landwirtschaftlichen Güterpreise, noch ein gleichbleibender Durchschnittspreis massgebend sind. Vielmehr bestimmt das Verhältnis zwischen den Preisen der Produkte einerseits und den Preisen der Produktionsmittel anderseits das Realeinkommen des Landwirtes.

Die Währungspolitik hat nun allerdings keinen unmittelbaren Einfluss auf diese Faktoren, sondern sie wirkt sich nur mittelbar aus, und zwar durch Störungen des innern Gleichgewichtes, indem Veränderungen des Einkommens, hervorgerufen durch Fluktuationen der Wechselkurse, die Preisbildung in der Landwirtschaft beeinflussen. Preisänderungen machen sich aber zunächst bei den Produkten geltend und erst in zweiter Linie bei den Produktionsmitteln, so dass die Differenz zwischen Produktionskosten und Ertrag bei Preissenkungen verringert und damit das Realeinkommen geschmälert wird¹.

Es sind aber nicht nur diese Faktoren, die die Vertreter der Landwirtschaft veranlassen, die Papierwährung mit fluktuierenden Wechselkursen abzulehnen. Ebenso wesentlich, wenn nicht noch bedeutender wirkt sich die äusserst konservative Einstellung des Landwirtes aus, die im Papiergeld etwas Vergängliches, eben nur ein Papier sieht. Da es dem einzelnen Landwirt ferne ist, sich mit währungspolitischen Fragen zu beschäftigen und sich darüber den Kopf zu zerbrechen, so scheint uns, dass die eben erwähnte konservative Stellungnahme die zuerst angeführten Überlegungen an Bedeutung übertrifft.

Der Bauer war es gewohnt, auf dem Markt nur gegen bare Münzen zu kaufen und zu verkaufen; er verlangte, dass ihm der Gegenwert für sein Pferd oder für seine Kuh in Gold oder Silber ausbezahlt werde. Die Verkleinerung des silbernen Fünffrankstückes verstärkte sodann den Glauben an das Gold, indem der Landwirt nur eines anerkannte, das Sicherheit bot, und das war das Gold. Unter der Sicherheit aber verstand der Bauer, dass das Gold als einziges sich gefahrlos horten lasse, weil „an den Goldstücken im Kasten noch keiner verarmt ist“².

1) Howald, O.: Die Bedeutung der Währungsfrage für die schweizerische Landwirtschaft, S. 14 ff.

2) Schweizerischer Bauernverband: Warum lehnen die Bauern die Entwertung des Schweizerfranken und das Freigeld ab? S. 2.

Während die Banknote in der Vorkriegszeit jederzeit gegen Gold eingelöst werden konnte, bestand für den Bauern kein Anlass, diese Note argwöhnisch zu betrachten, war er doch gewiss, den gleichen Betrag an Gold zu erhalten. Als aber bei Kriegsausbruch die Nationalbank von der Einlösungspflicht befreit wurde, bemächtigte sich ein Misstrauen des Bauern, der diese Papierwährung als „Gummiwährung“ bezeichnete³.

Die Vertreter der Landwirtschaft waren zudem überzeugt, dass jede manipulierte Währung unweigerlich eine Inflation zur Folge haben müsse, da jede Preisänderung mit einer Veränderung der Notenmenge beantwortet werde⁴. Die Inflation scheint zwar zunächst auch für die Landwirtschaft vorteilhaft zu sein, weil die inländischen Schuldverpflichtungen zwar nominell gleich bleiben, aber real eine Wertverminderung erfahren. Die Schäden aber, die nicht zuletzt für die Landwirtschaft aus einer Inflation erwachsen, treten erst dann auf, wenn die inflationäre Tendenz beseitigt und die Währung wieder stabilisiert werden soll. Diese Schäden äussern sich zunächst darin, dass das Geld, das der Landwirt im Laufe der Inflation zurückbehalten musste — weil es für ihn schwierig ist, sich Rohstoffe zu beschaffen —, entwertet worden ist. Sodann wird es für die Landwirtschaft schwer fallen, Kapital zu annehmbaren Zinsen zu erhalten, da die allgemeine Nachfrage nach Kapital gross sein wird. Das wird aber dazu beitragen, dass die Verschuldung der Landwirtschaft nicht vermindert wird, wohl aber höhere Zinsen erfordert. Und nicht zuletzt wird die Landwirtschaft kaum an der Preissteigerung teilhaben, weil ihre Produkte einer Preiskontrolle unterstellt sein werden⁵.

Aus diesen Gründen ist es verständlich, dass die Papierwährung mit fluktuierenden Wechselkursen bei den Vertretern der Landwirtschaft keine Sympathien erwerben konnte. Vielmehr erhofften sie eine baldige Rückkehr zur Goldwährung, in der Meinung, dass der Goldstandard für die Schweiz das beste Währungssystem sein und bleiben werde. Allerdings waren auch sie überzeugt, dass es nicht vom Willen der Schweiz allein abhängig sei, wann die Goldwährung wieder eingeführt werde, da „sie jedoch erst dann wieder

3) Ebenda, S. 7.

4) Ebenda, S. 8.

5) Howald, O.: Die Bedeutung der Währungsfrage für die schweizerische Landwirtschaft, S. 16 ff.

richtig funktionieren kann, wenn die tiefgreifenden Störungen der Weltwirtschaft im Austausch von Menschen, Gütern und Kapital behoben sein werden“⁶.

B. Die Auswirkungen der Politik bei fluktuierenden Wechselkursen auf die Landwirtschaft

Während der Kriegszeit stand die Landwirtschaft in erster Linie im Zeichen der Landesversorgung. Die Währungspolitik konnte, wie wir verschiedentlich feststellten, nur sehr bescheiden zum Zuge gelangen, so dass die Landwirtschaft nicht wesentlich davon berührt wurde. In der Nachkriegszeit hingegen standen Fragen zur Diskussion, die auch die Landwirtschaft tangierten, wobei vor allem das Problem des Kapitalexportes und des Zinsfusses im Vordergrund stand.

Die grosse Geldflüssigkeit⁷, die infolge der Weltwirtschaftskrise auch in der Schweiz herrschte, liess bekanntlich die Diskussion um den Kapitalexport erneut aufleben. Für die Landwirtschaft war zunächst weniger die weitere Gefährdung der Wechselkurse, als vielmehr die Entwicklung des Zinssatzes von Bedeutung. Denn je niedriger der Zinssatz, um so geringer fielen die Schuldverpflichtungen der Landwirtschaft ins Gewicht, verminderten daher die Produktionskosten und erhöhten das Realeinkommen.

Obwohl die Behörden dem Kapitalexport keinen Vorschub leisten wollten, konnten sie sich nicht entschliessen, die Kapitalausfuhr zu unterbinden. Denn eine künstliche Stauung des inländischen Kapitalmarktes hätte den Zinssatz noch tiefer drücken müssen, als es ohnehin schon der Fall war. Andererseits hätte das brachliegende Kapital trotzdem den Weg ins Ausland gefunden, so dass die Gefahr heraufbeschworen worden wäre, dass ein Kapitalmangel sich im Inland bemerkbar gemacht hätte, der den Zins in die Höhe hätte treiben können. Das eidgenössische Finanz- und Zolldepartement vertrat daher die Auffassung, dass es am zweckdienlichsten

6) Howald, O.: Die Bedeutung der Währungsfrage für die schweizerische Landwirtschaft, S. 42 ff.

7) Dass die Geldflüssigkeit zunahm, geht aus den Veränderungen des offiziellen Diskontsatzes hervor (Tab. S. 10).

sei, dem inländischen Kapital im Inland selbst die notwendigen Anlagemöglichkeiten zu verschaffen⁸ (vgl. S. 51 ff.).

Die Ansicht der Landwirtschaft zum Kapitalexport deckt sich mit der Meinung, die in Kreisen der kleinen und mittleren Produzenten aus Industrie und Gewerbe vertreten wurde, was aus einer Stellungnahme der kantonalbernischen Handels- und Gewerbekammer vom 23. August 1922 hervorgeht: „Im allgemeinen erreichen jedenfalls gesetzliche oder sonstwie künstliche Mittel zu anderer Fruktifizierung brachliegender Gelder wenig. Vor allem ist aber im Inland die Belebung von Handel, Industrie, Gewerbe und Landwirtschaft anzustreben durch langfristige Kredite und Geldbeschaffung für weitere geeignete Aktionen des Bundes und einzelner Kantone und Organisationen zugunsten der Erhaltung der Finanzkraft der Gemeinden und der Behebung der Arbeitslosigkeit“⁹.

Die Flüssigkeit auf dem Geldmarkt erlitt auch weiterhin keinen Abbruch, was eine erneute Zinssenkung zur Folge hatte. So fiel der offizielle Diskontsatz am 17. August 1922 auf 3 ‰, während der Privatsatz einen noch tieferen Stand erreichte¹⁰. Diese Entwicklung des Zinssatzes erfüllte die Landwirtschaft mit grosser Befriedigung, was der „Schweizer Bauer“ am 29. März 1923 zum Ausdruck brachte: „Zurzeit können wir feststellen, dass die Bewegung der Geldverbilligung, die im ausgesprochenen Interesse unserer Volkswirtschaft liegt und allen erwerbstätigen Kreisen zugute kommt, erfreuliche Fortschritte macht“¹¹.

Parallel zur Geldverbilligung, die von der Landwirtschaft begrüsst wurde, vergrösserte sich das Disagio des Schweizerfrankens gegenüber dem Dollar, das auch ausserhalb der Nationalbank Aufsehen zu erregen vermochte, um so mehr, als die USA keine besonders grossen Forderungen an die Schweiz geltend machen konnte. Der Rückgang des Frankens wurde aber nicht etwa auf Grund einer allgemeinen internationalen Entwicklung verursacht,

8) Richtlinien des eidgenössischen Finanz- und Zolldepartementes vom 29. Juni 1922 zur Frage des Kapitalexportes, in: Kellenberger, E.: Kapital-export und Zahlungsbilanz, S. 146.

9) Ebenda, S. 148.

10) Jahresdurchschnitt des Privatsatzes im Jahre 1922 1,68 ‰, des offiziellen Satzes 3,39 ‰. Schweizerische Nationalbank 1907/1932, S. 472.

11) Kellenberger, E.: Kapitalexport und Zahlungsbilanz, S. 157.

was schon daraus hervorgeht, dass das englische Pfund und der holländische Gulden ihre Stellung zum Dollar verbessern konnten, wobei gleichzeitig die englischen und holländischen Zinssätze keinen solchen Tiefstand wie in der Schweiz aufzuweisen hatten. Wir haben schon früher darauf hingewiesen, dass die Geldflüssigkeit einerseits und die billigen Zinsen andererseits die rückläufige Entwicklung des Frankens verursacht haben, weil das Kapital, das in der Schweiz keine Anlagemöglichkeiten sah, solche im Ausland suchte und daher die Nachfrage nach Dollars erhöhte. Diese Tendenz wurde noch durch den Umstand verstärkt, dass die Notenzirkulation nicht abnehmen konnte, weil der Markt nicht an die Notenbank verschuldet war und deshalb keine Noten an die Zentralbank zurückfliessen konnten.

Diese Erscheinungen trugen dazu bei, dass zum Teil die Entwicklung des Schweizerfrankens äusserst skeptisch beurteilt wurde. Das verschärfte aber nicht nur die Nachfrage nach Dollars, sondern äusserte sich auch in einer Flucht in die Sachwerte. Obwohl, oder vielmehr weil die Vertreter der Landwirtschaft die Verbilligung des Geldes befürworteten, waren es nicht zuletzt die Landwirte, die sich Sachwerte und auch Anlagen in Dollartiteln zu erwerben trachteten. Dies beweist der Geschäftsbericht der Obwaldener Kantonalbank aus dem Jahre 1923, in dem es u. a. heisst: „Sehr aktuell war die Frage der Gestaltung des Schweizerfrankens auf dem Valutamarkt, durch die Viele zur Beschaffung von amerikanischen Dollars und zum Hamstern von Sachwerten verleitet wurden. In letzter Hinsicht waren es besonders irreführende Landwirte, die Land um jeden Preis zu erwerben suchten, in einzelnen Fällen sogar in dem Glauben, nach kurzer Zeit ihre Hypotheken mit einem bis auf 65 % entwerteten Schweizerfranken mühelos ablösen zu können.“ Die gleiche Feststellung konnte auch ein anderes Institut aus ausgesprochen landwirtschaftlichem Gebiet machen. Die Bank in Menziken schreibt dazu in ihrem Geschäftsbericht: „Wir können nicht umhin, einen Punkt zu berühren, der speziell unsere schweizerischen Valutaverhältnisse betrifft. Allgemein ist bekannt, dass unsere Landeswährung gegenüber dem amerikanischen Dollar gesunken ist, und daraus wird der Schluss gezogen, unsere Valuta gehe einer langsamen Entwertung entgegen. Man glaubt deshalb, sich an sogenannte Sachwerte halten zu müssen und in erster Linie an Grundbesitz, der zu teuern Preisen erworben wird.“ Im glei-

den Bericht wird aber auch auf die Gefahren hingewiesen, die diesem Tun innewohnen, indem es heisst: „Dies ist ein verwerfliches Unterfangen, das früher oder später nur Schaden bringen kann. Unsere Landpreise sind gegenwärtig viel zu hoch, als dass noch eine Rendite über die landesübliche Verzinsung zu erwarten ist. Die landwirtschaftlichen Produkte unterliegen Preisänderungen wie jede andere Ware. Die Preise sind stets abhängig von Angebot und Nachfrage, und dementsprechend ist auch die Rendite. Unsere Landeswährung steht auf solider Grundlage, dass es geradezu als Vermessenheit bezeichnet werden muss, dieselbe als minderwertig hinstellen zu wollen oder deren Verfall zu prophezeien“¹².

Als am 14. Juli 1923 die Nationalbank den Diskontsatz von 3 auf 4 % erhöhte (vgl. Tab. 1, S. 10), fand diese Massnahme keine ungeteilte Zustimmung, um so mehr, als sie nicht genügte, ein weiteres Sinken des Frankens aufzuhalten. So wurden Stimmen laut, die den Zinsanstieg verurteilten, da er lediglich dazu diene, den Kapitalbesitzern auf Kosten der Schuldner, u. a. der Schuldenbauern, ein höheres Einkommen zu gewährleisten („Volksrecht“ vom 20. Juli 1923), und der „Schweizer Bauer“ vertrat die, allerdings gemässigte Meinung, die erwartete Rückkehr des Kapitals im Inland werde nur durch erhöhte Zinsen zu bewerkstelligen sein¹³.

Die Stellungnahme der Landwirtschaft zu den währungspolitischen Massnahmen während der Periode fluktuierender Wechselkurse entsprang, wie wir feststellen konnten, in erster Linie den eigenen Bedürfnissen. Es war weniger die Gestaltung der Wechselkurse, der sie ihre Aufmerksamkeit entgegenbrachte, als vielmehr die Entwicklung des Zinssatzes im Inland, die für die Höhe des Realeinkommens des Landwirtes von wesentlicher Bedeutung ist.

6. Der Freiland-Freigeld-Bund

Das Verschwinden des Goldes aus dem Umlauf nach Kriegsausbruch brachte es mit sich, dass die metallistische Auffassung vom Gelde erneut an Bedeutung verlor, nachdem schon G. F. Knapp und seine Schule die Auffassung vertreten hatte, der staat-

12) National-Zeitung Nr. 63 vom 6. Februar 1924.

13) Kellenberger, E.: Kapitalexport und Zahlungsbilanz, S. 167 ff.

liche Rechtsakt genüge zur Geldschöpfung und die Substanz, aus der das Geld bestehe, sei ohne Bedeutung (vgl. S. 44). Diese Ansicht wurde in der Folge auch von den Freigeldlern übernommen und verfochten, die mit dem Untergang des Goldstandards bei Kriegsausbruch Morgenluft gewittert und mit ihren Theorien kühn an die Öffentlichkeit getreten waren, in der Überzeugung, den richtigen Augenblick zur Einführung der „absoluten“ Währung erkannt zu haben. Es ist deshalb notwendig, dass wir uns im Rahmen dieser Arbeit kurz mit dieser Bewegung und mit ihren Theorien beschäftigen, wobei wir uns aber auf das Freigeld und die Festwährung beschränken wollen.

A. Die „absolute“ Währung

Wie aus der „Freigeld-Fibel“¹ hervorgeht, besteht das Ziel des Freiland - Freigeld - Bundes in der Errichtung der „absoluten“ Währung — auch Index- oder Festwährung genannt — und in der Abschaffung der Goldwährung. Um dieses Ziel erreichen zu können, vertreten sie die Forderung der Stabilisierung des mittleren Warenpreises, der auf Grund des Grosshandelsindex berechnet werden soll. Diese Währungsform bedingt aber eine vollständige Lösung der Währung vom Gold, so dass nicht nur das Gold überflüssig wird, sondern auch die Mittel, deren jedes andere Währungssystem bedarf.

Die Freigeldler gehen nun von der Voraussetzung aus, dass in der Geld- und Kreditwirtschaft die Nachfrage durch zwei Faktoren bestimmt ist, nämlich durch die Geldmenge einerseits und durch die Umlaufgeschwindigkeit anderseits². Um nun die Stabilität des Geldwertes erhalten zu können, ist es notwendig, zunächst die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes so zu beeinflussen, dass sie konstant bleibt. Diese Konstanz wird erreicht, wenn das übliche Geld aus der Zirkulation zurückgezogen wird und durch das Freigeld ersetzt wird. Unter dem Freigeld verstehen die Vertreter der Freigeldtheorie einen Papierschein, dessen Wert alle sechs Tage um je zehn Rappen vermindert wird. Dieser Wert-

1) Erschienen im Selbstverlag des Schweizer Freiland- und Freigeld-Bundes.

2) Die Freigeldlehre eine Irrlehre?! These 2.

schwund zwingt nach ihrer Ansicht jedermann dazu, das Geld immer wieder in Umlauf zu bringen, so dass es nicht gehortet werden kann und immer in Zirkulation bleiben muss. Dadurch sei aber auch eine gleichbleibende Umlaufgeschwindigkeit garantiert, die es gestatte, lediglich durch Veränderungen der Geldmenge die Kaufkraft des Geldes, die Stabilität des Geldwertes also, zu erhalten³.

Es versteht sich von selbst, dass bei einem Währungssystem, das auf den Prinzipien der Freigeldtheorie aufgebaut ist, die Wechselkurse keineswegs stabil sein können. Die Verfechter dieser Theorie sind allerdings der Auffassung, dass fixe Wechselkurse eintreten werden, wenn mehrere Länder den gleichen Preisstand aufweisen⁴. Es ist aber ihrer Meinung nach nicht notwendig, dass die Festigung des Preisstandes in mehreren Ländern zugleich angestrebt wird, da es durchaus möglich sei, diese Festigung auf nationaler Ebene durchzuführen⁵.

Wenn aber im Inland die Stabilität gewährleistet ist, so überwiegen die Vorteile, die sich daraus ergeben, die Nachteile, die aus fluktuierenden Wechselkursen erwachsen. Für die Schweiz, die bedeutend grössere Importe als Exporte aufzuweisen habe, gelte es in vermehrtem Masse, „den Inlandpreisstand zu stabilisieren und nicht den Wechselkurs eines Landes, von dem wir nicht wissen, was es künftig treiben wird“⁶.

Wir haben an anderer Stelle schon darauf hingewiesen (vgl. S. 17 ff.), dass die Wechselkurse bei einem Währungssystem, das vom Golde losgelöst ist, nicht allein von der inneren Kaufkraft bestimmt werden, sondern ebenso sehr von der Erhaltung des äussern Gleichgewichtes. Dieses wiederum ist aber weitgehend vom Vertrauen abhängig, das der inländischen Währung im Ausland entgegengebracht wird. Dass besonders der Faktor Vertrauen für die schweizerischen Verhältnisse von weittragender Bedeutung ist, bedarf wohl keiner speziellen Erläuterungen. Für die Vertreter der Freigeldtheorie besteht allerdings kein Zweifel, dass das Vertrauen in den Schweizerfranken keineswegs in Frage gestellt ist,

3) Sieber, H.: Eine kritische Würdigung der Freigeldlehre, S. 30 ff. und S. 52 ff.

4) Die Freigeldlehre eine Irrlehre?! These 21.

5) Ebenda, These 20.

6) Die Freigeldlehre eine Irrlehre?! S. 65.

da sie überzeugt sind, dass das Ausland mit Freuden unseren Spuren folgen werde, wenn wir nur erst den Anfang gemacht haben!

Zur Kritik der Freigeldlehre ist schon genügend geschrieben worden, so dass es sich erübrigt, uns hier eingehend damit zu befassen. Die Bemerkungen über die Indexwährung sollen uns lediglich dazu verhelfen, die Stellungnahme der Freigeldler zur Papierwährung und besonders zur Politik der Nationalbank während der Periode fluktuierender Wechselkurse verständlich zu machen. Wir werden an anderer Stelle noch Gelegenheit finden, uns mit der Quantitätstheorie zu beschäftigen, die der Freigeldtheorie zugrunde liegt.

B. Der Feldzug gegen die Nationalbank

Die Stellungnahme der Freigeldtheoretiker zur Papierwährung und zu den fluktuierenden Wechselkursen geht aus ihren Theorien hervor. Zunächst begrüßten sie die Abkehr von der Goldwährung, sahen sie sich doch schon einen Schritt näher an ihrem Ziel. Mit der Art der Papierwährung, wie sie in der Schweiz Eingang gefunden hatte, konnten sie sich hingegen nicht befreunden, bot sie doch absolut keine Gewähr, dass das innere Gleichgewicht erhalten werden konnte. Zudem stand es der Nationalbank offen, innerhalb der gesetzlichen Deckung, die den Freigeldlern (weil überflüssig) ebenfalls ein Dorn im Auge war, eine inflationäre oder deflationäre Politik zu betreiben.

So wurde denn die Nationalbank schon bald Ursache und Ziel der Angriffe des Freiland-Freigeld-Bundes, in dessen Augen das Noteninstitut allgemach zum Ugrund aller Übel wurde. Die Nationalbank hatte, aus den fortwährenden Anklagen der Freigeldler zu schliessen, ausser dem Weltkrieg so ziemlich alles verschuldet, wie das die folgenden Beispiele andeuten mögen: „Wer ist schuld an der heutigen Teuerung? — Die Nationalbank und ihre Notenpolitik! Wer arbeitet ziel- und planlos? — Natürlich die Nationalbankleute!“, die geradezu eine Notenpolitik betreiben „nach den privaten Wünschen der Herren Schieber, Spekulanten und Unternehmer“, allerdings „ohne es selbst zu wissen, wie zu ihrer Ehrenrettung angenommen werden kann!“⁷.

7) Die Freistatt, 1918, S. 3.

Es gibt nun gewisse bürgerliche Rechte, die in unserem demokratischen Staate zwar geschichtlich begründet sind, und die wir nicht missen möchten, die aber in ihren Auswirkungen manchmal seltsam anmuten. Das eine dieser Rechte besteht darin, dass diejenigen, die gemäss bundesrechtlicher Strafrechtsnormen verurteilt sind, die Bundesversammlung als Begnadigungsinstanz anrufen können. Das andere ist das Petitionsrecht. Jeder, auch ein Ausländer, kann über irgend einen Gegenstand ein Gesuch an die Bundesversammlung einreichen. Es ist daher verständlich, dass aus solcher Überzeugung heraus die Vertreter der Freigeldlehre ihre Angriffe gegen die Nationalbank nicht nur auf eine Pressekampagne beschränkten, sondern vom eben erwähnten Petitionsrecht Gebrauch machten, indem sie Beschwerden über die Notenbank und deren Politik und dringende Forderungen über Änderungen der bestehenden Ordnung an das eidgenössische Finanzdepartement, an den Bundesrat und an die Bundesversammlung einander nur so folgen liessen.

Den Eingaben und Petitionen der Freigeldleute lag immer wieder der gleiche Gedanke zugrunde, dass die Nationalbank veranlasst werden sollte, bei einem Preisanstieg Noten aus der Zirkulation zu ziehen und umgekehrt bei einem Preisfall zusätzliche Noten in Umlauf zu bringen. Da aber das Zentralnoteninstitut diese Theorie der „Dynamik des Geldes“⁸ nicht zu befolgen gedanke, sei ihr das Notenmonopol zu entziehen und einem eidgenössischen Währungsamt zu übertragen, das dem Volkswirtschaftsdepartement unterstellt werden sollte.

Am 27. Juni 1918 überreichte der Freigeldbund dem Bundesrat erneut eine Eingabe und verlangte „als zur Zeit einzig mögliche durchgreifende Massnahme gegen die wachsende Teuerung den Rückzug von Banknoten durch die Nationalbank, mindestens (das heisst genau) solange, als die steigende Tendenz der Warenpreise anhält. — Zur Überwachung dieser wichtigen Massnahme ist eine Kommission zu bestellen aus Vertretern der Arbeiterschaft, der Bauern, der Unternehmer und der Kaufleute“⁹. Da der Bundesrat dieser Eingabe keine Folge leisten konnte, protestierten die

8) Mitteilungen des Statistischen Bureau der Schweizerischen Nationalbank, Nr. 36/1919.

9) Christen, Th.: Ordnung und Gesundheit des Schweizer Geldwesens, Anhang, S. 73 ff.

Freigeldler in erbostem Ton und der Bundesrat musste sich sagen lassen, er habe eine „erschreckende Oberflächlichkeit in der Beweisführung“ sich zu Schulden kommen lassen ¹⁰.

Es ist auffallend, welcher Schärfe des Ausdruckes sich die Freigeldleute in ihren Eingaben, Petitionen und vor allem in Presseäusserungen bedient haben, während die Argumente, mit denen sie zur Hand waren, bedeutend weniger schlagkräftig ausfielen.

Da die Vertreter der Freigeldlehre immer wieder behauptet hatten, dass allgemeine Wirtschaftskrisen einzig und allein in einer fehlerhaften Geldpolitik begründet seien, klagten sie erneut die Nationalbank an, durch eine Verminderung des Geldumlaufes die Wirtschaftskrise herbeigeführt zu haben. Bereits an der Generalversammlung der Nationalbank im Jahre 1921 ergriff der Verfechter der Freigeldtheorie in der Diskussion die Gelegenheit, die währungspolitische Tätigkeit der Bank einer Kritik zu unterziehen. Er warf dem Noteninstitut vor, es habe der Volkswirtschaft die Versorgung mit Geld erschwert und habe dem Bund und dem Hypothekarmarkt Kredite verweigert. Dass deshalb eine Krise bestehe, weil die Nachfrage nach Waren merklich zurückgegangen sei, dafür müsse die Nationalbank verantwortlich gemacht werden. Den Einwand, dass die Krise auf internationale Ursachen zurückgeführt werden müsse, bestritt der Verfechter der Freigeldlehre ganz entschieden. Der Vizepräsident des Bankrates hielt dieser Äusserung aber entgegen, dass die Bank nach Verfassung und Gesetz ihre Tätigkeit ausübe; ausserdem sei es nicht angebracht, ausgerechnet an der Generalversammlung der Nationalbank für die Theorien der Freigeldlehre Propaganda zu machen ¹¹.

Nach zähem Widerstreben mussten die Freigeldleute diese Behauptung zurücknehmen, nachdem sie zu einer Untersuchung durch die eidgenössische Währungskonferenz im Februar 1923 Anlass geboten hatte. Die Konferenz konnte nämlich einstimmig, das heisst einschliesslich der freigeldlerischen Mitglieder feststellen, dass 1. die Nationalbank unmittelbar vor Ausbruch der Krise ihre Notenausgabe nicht vermindert und die Krise nicht verursacht habe und 2. dass auch die andern Banken vor Ausbruch der Krise ihre Kredite nicht eingeschränkt, sondern vielmehr ausgedehnt hätten ¹².

10) Ebenda, S. 86.

11) NZZ Nr. 531 vom 11. April 1921.

Trotz der ständigen Entgegnungen der Nationalbank, des Finanz- und Zolldepartementes, der Banken und anderer Kreise, liessen sich die Freigeldleute nicht von ihren Auffassungen abbringen. Mit beinahe bewundernswürdiger Ausdauer hielten sie an ihren Argumenten und Sophistereien fest und wiederholten ihre Anklagen und Forderungen bis auf den heutigen Tag. Es ist hier nun nicht unsere Aufgabe, die Freigeldlehre einer Kritik zu unterziehen, wurde doch darüber schon genug Tinte und Drucker-schwärze verbraucht.

12) Kellenberger, E.: Die offizielle Währungspolitik der Schweiz. Zeitschrift für schweizerische Statistik und Volkswirtschaft, S. 313 ff.

SCHLUSSBETRACHTUNGEN

In den beiden vorangegangenen Teilen dieser Arbeit haben wir versucht, die Periode fluktuierender Wechselkurse in der Schweiz soweit als möglich aus der Vergangenheit heraufzuholen, um uns wieder klar zu werden, wie die Währungspolitik gestaltet wurde und welche Erfahrungen damit gemacht werden konnten. Um ein vollständiges Bild dieser einmaligen Epoche unserer Währungsgeschichte zu erhalten, begnügten wir uns nicht mit einer blossen Schilderung der Währungspolitik und der getroffenen währungs politischen Massnahmen, sondern bemühten uns auch, die Wirkung auf die Entwicklung der Wechselkurse aufzuzeigen. Und darüber hinaus galt es, nach der Stellungnahme der schweizerischen Wirtschaft zum Problem der fluktuierenden Wechselkurse zu fragen.

Dass die fluktuierenden Wechselkurse in der Schweiz nur als Not- und Übergangslösung angesehen wurden, geht nicht nur aus den Stimmen hervor, die von 1914 bis 1924 gegen dieses Währungssystem plädiert haben, sondern erhärtet sich auch aus der Entwicklung der schweizerischen Währung in der Zwischenkriegszeit. Trotz verschiedentlichen Bemühungen und Konferenzen löste sich zunächst die Lateinische Münzunion mit Ende des Jahres 1926 auf, nachdem ihre Bedeutung seit Kriegsausbruch schon mehr als fragwürdig geworden war. Damit stand der Schweiz nichts mehr im Wege, die reine Goldwährung einzuführen und einen Wunsch zu erfüllen, der in unseren Landen schon lange gehegt worden war. Die Goldwährung fand in der Schweiz zwar erst zu einer Zeit Eingang, als andere Länder sich bereits mit dem Gedanken vertraut machten, dem Goldstandard wieder den Rücken zu kehren, was aber der allgemeinen Freude und Zustimmung keinen Abbruch tat. Die Abwertung des Schweizerfrankens im Herbst 1936 bereitete allerdings sowohl der Freude, als auch dem Goldstandard ein jähes Ende, indem die schweizerische Währung wohl noch an das Gold gebunden blieb, aber wieder zu einer Papierwährung besonderer Art erklärt wurde. Die Bestimmung der Wechselkurse

wurde zwar nicht mehr dem freien Markt überlassen, wie während der Periode fluktuierender Wechselkurse, aber mit der Festlegung der Rahmenparität, innerhalb der sich der Franken bewegen konnte, hielten die variablen Wechselkurse in der Schweiz ihren Einzug.

Die Währungsfrage beschäftigte aber nicht nur die Schweiz, sondern praktisch die ganze Welt. Es ist daher nicht verwunderlich, wenn namhafte Gelehrte sich überall zum Worte meldeten, in die Diskussion eingriffen und ihre Meinungen zur Kenntnis brachten, ob fixe, variable oder fluktuierende Wechselkurse erstrebenswert seien. Wenn vor Kriegsausbruch die Kontroverse zwischen stabilen Preisen und stabilen Wechselkursen nicht oder nur in geringem Mass zutage getreten ist, so deshalb, weil die Goldwährung nicht nur stabile Wechselkurse gewährleistet, sondern auch ziemlich stabile Preise im Gefolge hatte¹. Der Zusammenbruch der Goldwährung aber schuf die Voraussetzung, um diese Kontroverse zu entfachen.

Der Meinung von Keynes, der den stabilen Preisen den Vorzug gab, standen die Ansichten der liberalen Theoretiker gegenüber, die in fixen Wechselkursen die Lösung der Währungswirren erblickten. Keynes liess sich dabei von konjunkturpolitischen Überlegungen leiten (im Gegensatz zu Irving Fisher, der aus Gerechtigkeitsgründen den „compensated Dollar“ in Vorschlag gebracht hatte), wobei er gleichzeitig darauf hinwies, dass in der Nachkriegszeit die Währungsfrage auch unter ganz anderen Bedingungen betrachtet werden müsse. „When stability of the internal price level and stability of the external exchanges are incompatible, the former is generally preferable; ... But the conditions of the future are not those of the past. ... In truth, the gold standard is already a barbarous relic. All of us ... are now primarily interested in preserving the stability of business, prices, and employment ... Advocates of the ancient standard do not observe how remote it now is from spirit and the requirements of the age. A regulated non-metallic standard has slipped in unnoticed. It exists“².

Die liberalen Meinungen finden wir vor allem an den Finanz- und Währungskonferenzen vertreten, an denen mit allem Nachdruck auf die Rückkehr der Goldwährung tendiert wurde. Die

1) Keynes, J. M.: A Tract on Monetary Reform, S. 154 ff.

2) Keynes, J. M.: a. a. O., S. 163 ff. und S. 172 ff.

Resolutionen 4, 5 und 6 der Genueser Konferenz bringen dies deutlich zum Ausdruck: „Es ist wünschenswert, dass alle europäischen Währungen auf einem gemeinsamen Münzfuss beruhen (4). Das Gold ist der einzige gemeinsame Münzfuss, der gegenwärtig von allen europäischen Staaten angenommen werden könnte (5). Es liegt im allgemeinen Interesse, dass die europäischen Regierungen jetzt erklären, dass die Schaffung einer Goldwährung das Endziel ihrer Bemühungen ist, und sie sich über das Programm verständigen, mit dessen Anwendung sie dieses Ziel zu erreichen gedenken (6)“³. Obwohl der Schweizerische Bankverein den fixen Wechselkursen den Vorzug gab, konnte er nicht umhin, diese Formulierung treffend zu glossieren: „Sehr gut, aber es klingt, als ob der Arzt erklären würde, sein Patient sei krank und seine Genesung sei wünschenswert“⁴.

Keynes blieb aber nicht allein mit der Meinung, die Doktrin stabiler Wechselkurse gehöre der Vergangenheit an. Der Amerikaner Whittlesey gelangte zum Beispiel ebenfalls zur Überzeugung, dass die Orthodoxie des Goldstandards zugunsten einer nicht-metallischen Währung mit veränderlichen Wechselkursen überwunden werden müsse. Um die Vor- und Nachteile des Goldstandards und der Papierwährung abwägen zu können, wäre es nach ihm zunächst notwendig, den idealen Goldstandard mit der idealen Papierwährung zu vergleichen. „Tatsächlich können gleichgewichtsstörende Bewegungen unter dem Goldstandard und gleichgewichtsfördernde Bewegungen unter dem Papierstandard auftreten. Es gibt keine theoretische Begründung dafür, dass die Bewegungen dem Ziel des Gleichgewichts in dem einen Fall mehr als in dem andern entsprechen. Verhältnismässige Unterschiede in den tatsächlichen Bewegungen können eher aus den Unterschieden in der Handhabung der beiden Währungen oder den Bedingungen, unter welchen sie verwandt werden, als aus der ihnen innewohnenden Tendenz erklärt werden“⁵. Es gehe nicht an, die bisherige Erfahrung als schlechten Lehrmeister zu bezeichnen; denn „die Schwierigkeit in der Handhabung früherer Papierwährungen lag nicht so sehr darin, dass die Regeln nicht beachtet wurden, als in der Tat-

3) Schweizerischer Bankverein, Bericht Nr. 5/1922.

4) Ebenda.

5) Whittlesey, Ch. R.: Gebundene und ungebundene Wechselkurse, Kieler Vorträge Nr. 46, S. 7.

sache, dass überhaupt keine scharf umgrenzten Regeln und Prinzipien bestanden“⁶.

Whittlesey weist ferner darauf hin, dass die Unstabilität der Wechselkurse auf die Aussenhandelstätigkeit nicht hemmend wirken könne, weil das Risiko durch Termingeschäfte auf dem Devisenmarkt oder durch andere Operationen ausgeschaltet werden kann. Ausserdem ständen dem Verlustrisiko im gleichen Mass Gewinnchancen gegenüber. Die Periode von 1914 bis 1928 zeige deutlich, dass auch der Handel unter Wechselkursschwankungen gedeihen könne. Andererseits bieten stabile Wechselkurse keine Gewähr für eine starke Aussenhandelstätigkeit, während umgekehrt keine Behinderung durch Wechselkursschwankungen auftreten müsse. „Selbst die extremsten Währungsabwertungen in den ersten Jahren nach dem Weltkrieg vermochten nicht, den Aussenhandel der betreffenden Länder einschneidend zu vermindern oder den Handel der andern Länder zu schwächen.“ Der Autor weist vielmehr in seiner Schrift auf die Erscheinung hin, dass unter Papierwährungsländern der Aussenhandel eine Zunahme aufweisen konnte, während die Goldwährungsländer eine verminderte Handelstätigkeit zu verzeichnen hatten⁷.

Es kann nicht geleugnet werden, dass die Geschichte der Papierwährung reich ist an extremen Entwicklungen. Es dürfe aber nicht übersehen werden, so meint Whittlesey, dass die Papierwährung immer dann zum Zuge gelangte, wenn der Goldstandard zusammengebrochen war. „Der Goldstandard ist seinem Wesen nach ein Schönwetterstandard, und aus diesem Grund wird sein Funktionieren beurteilt, solange das Wetter gut ist. Der Papierstandard auf der anderen Seite ist, historisch gesehen, ein Schlechtwetterstandard, und folglich wird seine Leistung dann gemessen, wenn das Wetter am schlechtesten ist. Anstatt den Goldstandard zu verurteilen, weil er zusammenbrach, wurde diese Tatsache des Zusammenbruchs zu seinem Vorteil; denn wenn die Lage wirklich schlecht war, wurde nie ihm die Schuld zugeschoben, da inzwischen bereits der Sündenbock ‚Papierwährung‘ an seine Stelle getreten war“⁸.

6) Ebenda, S. 8.

7) Ebenda, S. 13.

8) Ebenda, S. 20.

Gleich Keynes stellte auch Whittlesey fest, dass die Zwischenkriegszeit ganz neue Bedingungen mit sich gebracht hatte, die es nicht gestatten, die Währungspolitik unter den Auspizien der Vorkriegszeit weiterzuführen, da nicht Stabilität, sondern Anpassungsfähigkeit notwendig sei⁹.

Die Situation nach dem zweiten Weltkrieg unterscheidet sich in währungspolitischer Hinsicht dadurch von der Zeit nach dem ersten Krieg, dass damals die offene Inflation vorgeherrscht hatte, während es sich jetzt um eine gestaute Inflation handelte, die im Zeichen der Preiskontrolle und der Devisenzwangswirtschaft stand¹⁰.

Mit dem Bestreben von der planwirtschaftlichen zur marktwirtschaftlichen Ordnung zurückzukehren, ist auch der Wunsch verbunden, wieder zur Konvertibilität der Währungen zu gelangen, was erneut Anlass zu einer verschärften Diskussion geboten hatte. Zunächst war es der Begriff „Konvertibilität“, der einige Verwirrung zu stiften wusste, weil nicht alle Autoren in ihren Äußerungen von der gleichen Definition ausgingen.

Die Konvertibilität im engsten Sinn verlangt das Recht, jede Währung frei und zu einem festen Austauschverhältnis zum Gold einzulösen. Diese Form ist uns aus der Zeit vor dem ersten Weltkrieg bekannt, während heute keine einzige Währung mehr in diesem Umfang konvertibel ist. Es ist deshalb nicht verwunderlich, dass mit der Abschaffung der Devisenzwangswirtschaft der Goldstandard erneut in Erwägung gezogen wurde, „da die Wiederherstellung der Konvertibilität nur dann in ihrem rechten Rahmen gesehen wird, wenn man dahinter die Notwendigkeit erkennt, ein wirklich internationales Währungssystem zu rekonstruieren, für das nach allen schmerzlichen Erfahrungen nur die Goldwährung als Muster übrigbleibt“¹¹.

Was aber heute allgemein unter Konvertibilität verstanden wird, ist die Freiheit eines jeden Devisenbesitzers, seine Devisen zum geltenden Kurs — der an sich fix, variabel oder fluktuierend sein kann — in jede beliebige Währung umtauschen zu können.

9) Ebenda, S. 9.

10) Bosshardt, A.: Von der Stabilität zur Flexibilität der Wechselkurse, in: Wirtschaftstheorie und Wirtschaftspolitik, S. 213.

11) Röpke, W.: Wege zur Konvertibilität, in: Die Konvertibilität der europäischen Währungen, S. 85 ff.

Die wenigsten, die eine sofortige Konvertibilität befürworten, erwarten allerdings eine uneingeschränkte Konvertibilität in dem eben beschriebenen Sinn, als vielmehr eine beschränkte, wobei die Beschränkungen auf den Besitzer, auf die Entstehung der Guthaben oder auf den Verwendungszweck gerichtet sein können. Innerhalb dieser Unterteilung unterscheidet man zudem noch bei den Besitzern von Guthaben zwischen Deviseninländern und Devisenausländern und bei den letzten wird nochmals unterschieden zwischen ausländischen Notenbanken und den übrigen ausländischen Devisenbesitzern. Hinsichtlich der Entstehung der Guthaben spricht man von „alten“ (vor oder während des Krieges entstandene Schulden) und von „neuen“ Devisenguthaben, während im Zusammenhang mit dem Verwendungszweck zwischen laufenden Transaktionen und Kapitalübertragungen unterschieden wird¹².

Wir möchten der Diskussion um die Konvertibilität und um deren Definition hier nicht mehr Platz einräumen, da dies zu weit führen müsste. Hingegen soll uns die damit zusammenhängende Frage der fixen oder veränderlichen Wechselkurse noch etwas beschäftigen.

Die Forderung nach fluktuierenden Wechselkursen wurde nach Kriegsende in den Hintergrund verdrängt, und die variablen Wechselkurse traten ins Rampenlicht. Es handelt sich dabei um ein System, das kurzfristig fixe Wechselkurse aufweist, wobei aber der Wechselkurs von Zeit zu Zeit nicht unerheblich verändert werden kann, entsprechend der neuen Situation auf dem Devisenmarkt. Dieses System, das nur bei fundamentalen Ungleichgewichten eine Änderung als notwendig erachtet, wurde in Bretton Woods übernommen, erwies sich allerdings als unbefriedigend¹³.

In der Diskussion stehen sich heute zwei Gruppen gegenüber, von denen die eine — vertreten durch die neuliberalen Autoren — den fluktuierenden Wechselkurs befürwortet, während die Keynesianer die Kursstabilität vorziehen. Von beiden Seiten werden gewichtige Argumente ins Feld geführt, denen wir uns kurz zuwenden wollen.

Die Befürworter der fluktuierenden Wechselkurse gehen von der Überlegung aus, dass die Zahlungsbilanz nicht immer im

12) Haberler, G.: Konvertibilität der Währungen, in: Die Konvertibilität der europäischen Währungen, S. 17 ff.

13) Ebenda, S. 38.

Gleichgewicht bleiben kann. Tritt nun ein Defizit in der Zahlungsbilanz auf, so ist ein solches Ungleichgewicht in der Regel mit überdurchschnittlich hohen Kosten- und Preisniveaus verbunden, was entweder Restriktionen oder eine Deflation im Gefolge haben muss. Eine deflationistische Politik bringt aber eine vermehrte Arbeitslosigkeit mit sich, während Restriktionen das Handelsvolumen vermindern. Weil nun die Rückkehr zur Konvertibilität vollzogen werden soll, so kann eine restriktive Politik mit dem zu erreichenden Ziel nicht in Einklang gebracht werden. Andererseits kann sich kein Land eine deflationäre Politik leisten, die mit Arbeitslosigkeit verbunden ist. Es bleibt daher nur die Möglichkeit offen, Zahlungsbilanzungleichgewichte auszuschalten, indem zu fluktuierenden Wechselkursen Zuflucht genommen wird. Unter den gegebenen Verhältnissen ist es daher notwendig, frei bewegliche Wechselkurse einzuführen, um damit zum Ideal des internationalen Währungssystems, dem Goldstandard, zu gelangen¹⁴.

Von den Verfechtern der Kursstabilität werden vor allem jene Argumente angeführt, die wir als Nachteile fluktuierender Wechselkurse an anderer Stelle kennen gelernt haben (vgl. Seite 91 ff.). Die stärksten Einwendungen, die gegen frei bewegliche Wechselkurse gemacht werden, besagen, dass damit ein Anreiz zu spekulativen und störenden Kapitalübertragungen gegeben ist, und dass damit ein Hindernis für den Handel besteht, indem neue Risiken geschaffen werden. Was die Risiken anbelangt, so kann gesagt werden, dass der Devisenterminmarkt die Möglichkeit bietet, den Aussenhandel so zu gestalten, dass dieser Risikofaktor ausgeschaltet wird. Die spekulativ bedingten Kapitaltransaktionen hingegen sind Folge einer inflationären Tendenz oder von politischen Unruhen. Um diese Kapitalbewegungen zu verhindern, bedarf es restriktiver Massnahmen, die in Friedenszeiten aber eher den Aussenhandel behindern, als sie in der Lage sind, unerwünschte Transaktionen zu bekämpfen¹⁵.

Wichtiger scheint aber der Einwand zu sein, dass Wechselkursfluktuationen die gesamte Volkswirtschaft zu stören vermögen, weil Kursänderungen sich auf die Einkommenssphäre übertragen. Eine Senkung des Wechselkurses erhöht die Preise der Importgüter, was Lohnforderungen hervorruft, die mithelfen, die Kosten

14) Röpke, W.: a. a. O., S. 106.

15) Haberler, G.: a. a. O., S. 38 ff.

zu erhöhen, so dass der Erfolg, der mit der Kurssenkung erwartet wird, verringert oder sogar in Frage gestellt sein kann. Dem kann aber entgegengehalten werden, dass, selbst wenn Kurssenkungen eine Lohnerhöhung auslösen, diese Lohnerhöhung nicht so hoch sein wird, um nicht einen zusätzlichen Export zu gewährleisten. Denn die Kurssenkung wird bewirken, dass die Produktion im Inland angeregt wird und dadurch eine Ausweitung erfährt, so dass die Stückkosten kleiner werden. Es kann zwar nicht bestritten werden, dass durch den Preisanstieg der Importgüter die Lebenshaltungskosten ebenfalls steigen werden. Da aber andererseits der Export gefördert wird, indem die inländische Produktion zunimmt, wird die Lohnerhöhung kleiner sein als die Produktionszunahme, so dass die Lohnerhöhung einer relativen Lohnsenkung gleichkommt.

Beiden Ansichten gemein ist indessen, dass das Vertrauen in die Währung erhalten bleiben muss. Dass dem aber so sein kann, zeigen uns zwei Beispiele aus der Zeit nach dem zweiten Weltkrieg. Das eine Beispiel bietet uns Kanada, das vor einigen Jahren zu einem System fluktuierender Wechselkurse übergegangen ist, mit dem Resultat, dass diese Politik tatsächlich zu einer höheren Bewertung des kanadischen Dollars geführt hatte. Daher bestand auch kein Grund zu vermindertem Vertrauen in die kanadische Währung, um so mehr, als die Fluktuationen, die im übrigen nicht augenfällig waren, den Aussenhandel nicht beeinträchtigen konnten. Das zweite Beispiel stellt Österreich dar, das im Jahre 1953 eine Änderung der offiziellen Parität vorgenommen hatte (von 21,36 Schilling auf 26,00 Schilling per Dollar). Das Vertrauen in die österreichische Währung wurde hingegen durch diesen Schritt keineswegs untergraben, sondern vielmehr noch gefestigt, weil die neue Parität schon vor der Abwertung als richtiger Kurs angesehen worden war ¹⁶.

Neben der Diskussion um fixe und fluktuierende Wechselkurse dürfen wir aber nicht übersehen, dass auch eine weitere Lösung — wenn auch nur vorübergehend — ins Auge gefasst werden kann. Die variablen Wechselkurse werden allerdings von den Vertretern der beiden andern Systeme mit dem Hinweis auf das Ungenügen des Internationalen Währungsfonds energisch abgelehnt. Nach den

16) Jacobsson, P.: Stabile oder bewegliche Wechselkurse? *Nationalzeitung* Nr. 483 vom 19. Oktober 1954.

Bestimmungen von Bretton Woods sind Schwankungen der Wechselkurse innerhalb einer Grenze von 1 % nach oben und unten zulässig. Diese Marge ist in der Tat reichlich eng bemessen. Daher ist auch verständlich, weshalb verschiedentlich der Meinung Ausdruck verliehen wird, das System von Bretton Wood sei ein Faktor der Unstabilität¹⁷, weil die Festlegung der offiziellen Parität oft mehr oder weniger willkürlich erfolge und daher einer späteren Anpassung an die tatsächliche Entwicklung der Zahlungsbilanzsituation bedürfe. Dieser Mangel blieb aber auch dem Internationalen Währungsfonds nicht unbekannt. Es wurde deshalb an einer Jahresversammlung die Anregung gemacht, die Rahmenparität auf beispielsweise 5 %, also 2,5 % nach beiden Seiten auszudehnen.

Es scheint evident zu sein, dass eine Politik bei variablen Wechselkursen nur dann erfolgreich sein kann, wenn den Wechselkursen genügend Spielraum belassen wird, um zum Gleichgewichtskurs zu gelangen, ohne dass erneut Paritätsänderungen vorgenommen werden müssen. Dies ist um so wichtiger, je ungewisser die weitere Entwicklung erscheint, wie dies auch bei der Abwertung des Schweizerfrankens im Herbst 1936 der Fall war. Obwohl damals die Rahmenparität auch nur als Übergangslösung angesehen wurde, blieb sie doch bis 1952 bestehen¹⁸, ohne dass in der Zwischenzeit eine neue Fixierung hätte vorgenommen werden müssen.

Wir glauben nicht fehlzugehen, wenn wir annehmen, dass der Wunsch nach einer monetären Stabilität überall vertreten wird. Wie weit aber eine monetäre Stabilität verwirklicht werden kann, wird nicht nur von rein währungspolitischen Faktoren bestimmt, sondern hängt auch von Fragen der internationalen Wirtschaftspolitik ab. Die Zukunft wird zeigen, ob die Erfahrungen, die seit dem ersten Weltkrieg gemacht werden konnten, beitragen werden, die politischen Interessen zum Frommen der Allgemeinheit zu überwinden.

17) Haberler, G.: a. a. O., S. 38.

18) Das Bundesgesetz über das Münzwesen vom 17. Dezember 1952 bestimmt in Art. 2 das neue gesetzliche Verhältnis des Franken zum Gold (ein Kilogramm Feingold = 4920 40/63 Franken). BBl. Nr. 53 vom 26. Dezember 1952.

Curriculum vitae

Am 29. Juli 1927 wurde ich, Edwin Jacques Reinger, von Basel-Stadt, in Bern geboren als Sohn des Jacques Reinger, Werkmeister, und der Pauline, geb. Hess.

Nach der Übersiedlung meiner Eltern nach Basel besuchte ich in meiner Vaterstadt die Primarschule und während sechs Jahren das Realgymnasium. Anschliessend trat ich in die Kantonale Lehranstalt Sarnen über, wo ich im Jahre 1946 das Maturitätszeugnis Typus B erwarb. Im Herbst des gleichen Jahres immatrikulierte ich mich an der medizinischen Fakultät der Universität Basel, wechselte aber im Sommer 1948 zur Philosophisch-Historischen Fakultät. Während meines Studiums absolvierte ich ein zweijähriges Volontariat in der Eisenbranche und arbeitete anschliessend als stellvertretender Betriebsleiter.

Vorlesungen und seminaristische Übungen besuchte ich bei den Herren Professoren und Dozenten: Brogle, von Dietze, Furlan, Hinderling, Lewald, Ruck, Salin, Simonius, Staehelin und Wagner.

Die Dissertation entstand auf Anregung und unter Leitung von Herrn Prof. Dr. Valentin F. Wagner.

Nach Abschluss meiner Studien an der Universität Basel immatrikulierte ich mich an der naturwissenschaftlichen Fakultät der Universität Birmingham (England), wo ich einen Jahreskurs für Graduierte in Engineering Production and Management belegte.

Zur Zeit der Drucklegung der Dissertation bin ich als Operational Research Analyst bei den United Steel Companies Limited, Department of Operational Research & Cybernetics in Sheffield tätig.

Gedruckt in Westdeutschland

